

Сергій Мошенський

Хаос і синергія

Фінансовий світ постіндустріальної епохи

Сергій Мошенський

ХАОС І СИНЕРГІЯ

*Фінансовий світ
постіндустріальної епохи*

Київ
Креативна агенція «Артіль»

УДК 336.76(410+44)(0.062)2025
М90

Мошенський С.

М90 Хаос і синергія. Фінансовий світ постіндустріальної епохи / Сергій Мошенський. – Київ : Креативна агенція «Артіль», 2026. – **528 с.**

ISBN 978-617-8422-58-5

Ця книга – про постіндустріальну епоху, фінансовий капіталізм і цінні папери. Про постіндустріальну епоху заговорили наприкінці 1980-х років, коли інформаційна революція та глобалізація стали швидко змінювати життя людей у багатьох країнах. Однак витoki цієї епохи приховані набагато раніше, у середині ХХ століття. Тоді, у роки післявоєнного підйому, індустріальний капіталізм досяг свого найбільшого підйому. На цьому він вичерпав свої можливості, після чого почалася його системна криза. Історії ринку цінних паперів постіндустріальної епохи присвячена ця книга Сергія Мошенського, що охоплює час від Бреттон-Вудської конференції 1944 року (коли були закладені основи сучасної світової фінансової системи) до глобальної фінансової кризи 2007–2009 років. «Хаос і синергія» є продовженням книг «Зародження фінансового капіталізму» і «Між Лондоном і Парижем».

УДК 336.76(410+44)(0.062)

*Усі права захищено.
Повне або часткове відтворення матеріалів книжки
можливе лише за письмової згоди правовласника.*

ISBN 978-617-8422-58-5

© Сергій Мошенський, 2026
© Креативна агенція «Артіль», 2026

ЗМІСТ

ГЛОБАЛІЗАЦІЯ, ПОСТІНДУСТРІАЛЬНА ЕПОХА І ФІНАНСОВИЙ КАПІТАЛІЗМ.....	13
---	----

ЧАСТИНА 1. НА ПІДСТУПАХ ДО ПОСТІНДУСТРІАЛЬНОЇ ЕПОХИ (1944–1980)	19
--	-----------

У роки Другої світової війни.....	21
<i>Світові ринки цінних паперів під час війни</i>	<i>21</i>
<i>Облігації військових позик у США</i>	<i>22</i>
<i>Ринок корпоративних паперів під час війни.....</i>	<i>23</i>
<i>Наслідки Другої світової війни в США</i>	<i>24</i>
Післявоєнне відновлення.....	25
<i>Бреттон-Вудська конференція.....</i>	<i>25</i>
<i>Рах Americana</i>	<i>27</i>
<i>План Маршалла</i>	<i>29</i>
<i>Велика Британія: залишки колишньої величі.....</i>	<i>30</i>
<i>Західна Німеччина: початок економічного чуда</i>	<i>33</i>
<i>Франція. Триумф держави триває.....</i>	<i>36</i>
<i>Японія на новому шляху</i>	<i>38</i>
Ігри «биків» і «ведмедів». Американський ринок цінних паперів у 1950–1960-ті роки.....	40
<i>Післявоєнне зростання ринку цінних паперів</i>	<i>40</i>

<i>Справа «Сполучені Штати проти Моргана»</i>	<i>45</i>
<i>Початок підйому 1950-х років.....</i>	<i>46</i>
<i>Спад 1955 року та новий підйом.....</i>	<i>51</i>
<i>Нестабільність на ринках на початку 1960-х років</i>	<i>54</i>
<i>Мода на конгломерати.....</i>	<i>56</i>
<i>Взаємні фонди</i>	<i>58</i>
<i>Бернард Корнфельд.....</i>	<i>60</i>
<i>Equity Funding Corporation.....</i>	<i>64</i>
<i>Підсумки епохи «бичачого» ринку 1950–1960-х років</i>	<i>67</i>
<i>Спад у 1970–1981-х роках</i>	<i>69</i>
<i>Економічна політика президента Ніксона</i>	<i>69</i>
<i>Нафтовий шок</i>	<i>72</i>
<i>Криза ідеї соціальної держави.....</i>	<i>74</i>
<i>Спад у другій половині 1970-х років</i>	<i>76</i>
<i>Зміни в політиці ФРС.....</i>	<i>79</i>
<i>Фінансові інновації 1970-х років.....</i>	<i>82</i>
<i>Створення NASDAQ.....</i>	<i>82</i>
<i>Взаємні фонди грошового ринку.....</i>	<i>83</i>
<i>Розквіт ринку деривативів</i>	<i>84</i>
<i>Від ринку євродоларів до ринку євробондів</i>	<i>88</i>
<i>Поширення іпотечних паперів</i>	<i>97</i>

ЧАСТИНА 2.

ІНФОРМАЦІЙНА РЕВОЛЮЦІЯ І ЦІННІ ПАПЕРИ

В 1980-Х РОКАХ..... 99

<i>Трансформація індустріального капіталізму</i>	<i>101</i>
<i>Епоха вісімдесятих.....</i>	<i>101</i>
<i>Комп'ютерна революція.....</i>	<i>103</i>
<i>Рональд Рейган і Маргарет Тетчер.....</i>	<i>105</i>
<i>Лібералізація світових ринків цінних паперів</i>	<i>111</i>
<i>Спад початку 1980-х років у США.....</i>	<i>113</i>

Зміцнення долара та новий підйом	114
Боргова криза	116
Вибух на ринку цінних паперів.....	119
Початок зростання ринку облігацій	119
<i>Salomon Brothers</i>	122
Нові настрої на ринку цінних паперів.....	128
Іноземні інвестори в Америці.....	131
Японія в 1980-х роках. Від буму до рецесії.....	134
Початок буму.....	134
Особливості японського підйому	141
Обвал ринку в 1990 році.....	143
Шлях «Тойоти»	147
Криза 1987 року.....	149
Причини дестабілізації	149
Початок кризи	150
Суперечки про природу кризи	155
Розслідування подій 1987 року.....	157
Інвестори залишають ринок	159
Фінансова політика Дж. Буша та його розбіжності з ФРС.....	160
Майкл Мілкен і ринок «сміттєвих» облігацій	161
«Сміттєві» облігації	161
Поява ідеї.....	163
Робота в компанії <i>Drexel</i>	165
Мілкен повертається в Лос-Анджелес	168
Каліфорнійські фестивалі Мілкена	171
Розквіт ринку <i>junk bonds</i>	173
Захоплення агресивними поглинаннями	174
Віктор Познер	179
Айвен Боескі	180
Суд над Майклом Мілкеном	183
Мілкен через 25 років	186
Криза ощадно-позикових асоціацій	187

Ринок іпотечних цінних паперів.....	192
<i>Іпотечні заставні (home mortgage).....</i>	<i>192</i>
<i>Mortgage backed securities</i>	<i>194</i>
<i>Сек'юритизація активів</i>	<i>195</i>
<i>Salomon Brothers і сек'юритизація.....</i>	<i>201</i>
<i>Поява Collateralised Mortgage Obligation</i>	<i>204</i>
Біржі та світові центри операцій із цінними паперами	207
«Великий вибух» 1986 року	
на Лондонській біржі.....	207
Нью-Йоркська біржа в 1980-х роках	212
Токійська біржа	213
Інформаційна революція на світових біржах	215
Підсумки десятиліття.....	217

ЧАСТИНА 3.

БУРХЛИВІ ДЕВ'ЯНОСТІ 219

<i>І знову глобалізація</i>	<i>221</i>
<i>Виникнення креативного класу</i>	<i>226</i>
Спад 1990–1992 років.....	229
<i>Банкрутство Orange County</i>	<i>230</i>
Початок підйому середини 1990-х років	231
<i>Наступ «биків»</i>	<i>231</i>
<i>Фінансова політика Білла Клінтона</i>	<i>234</i>
<i>«Нова економіка».....</i>	<i>238</i>
<i>Ефект багатства.....</i>	<i>239</i>
Інтернет-бум.....	241
<i>Доступність інформаційних технологій</i>	<i>241</i>
<i>Поява електронного трейдингу.....</i>	<i>243</i>
<i>Нік Лісон.....</i>	<i>245</i>
Спекулятивний пузир на ринку акцій.....	248
Профіцит бюджету	250
Кризи країн, що розвиваються.....	251

«Азійський вірус»	251
Російський дефолт.....	253
Управління ризиками.....	256
Перші хедж-фонди.....	256
Джуліан Робертсон і хедж-фонд Tiger.....	258
Джордж Сорос і Quantum Fund	260
Уоррен Баффет – «провидець із Омахи»	265
Ажіотаж навколо хедж-фондів у 1990-х роках	269
Алхімія фінансів	271
Крах фонду Long-Term Capital Management	273
Бум доткомів.....	278
Інституційні інвестори.....	281
Пенсійні фонди	283
Взаємні фонди	284
Інституціоналізація ринку цінних паперів.....	288
Глобальний ринок цінних паперів	289
Цінні папери в епоху Інтернету.....	289
Ринок облігацій.....	293
Світовий ринок акцій	297
Столиці капіталу.....	304
Нью-Йорк	304
Лондон	306
Токіо	308
Біржі континентальної Європи	309
Фінансова цивілізація	315

ЧАСТИНА 4.

ГЛОБАЛЬНЕ КАЗИНО.....321

Епоха нульових.....	323
Спад 2000–2001 років	326
Криза доткомів та її наслідки	326

<i>Початок «м'якої рецесії»</i>	331
<i>11 вересня 2001 року</i>	333
<i>Відступ глобалізації</i>	335
<i>Скандал навколо Enron</i>	337
<i>Загроза дефляції</i>	340
Бум прямих інвестицій	341
<i>Трохи про історію злиттів і поглинань</i>	341
<i>Хвиля прямих інвестицій у 2000-х роках</i>	343
<i>Новий стиль – deal makers</i>	346
<i>Стів Шварцман і Blackstone</i>	348
Ринок цінних паперів і світові біржі	352
<i>Мегабанки та хедж-фонди</i>	352
<i>Трохи статистики</i>	353
<i>Біржі в 2000-х роках</i>	355
Трейдери	361
<i>Новий світ</i>	361
<i>Доходи трейдерів</i>	364
<i>Кен Гриффін і Джеймс Саймонс</i>	365
<i>Стіві Коен</i>	366
<i>Божевільні прибутки в 2007 році</i>	367
<i>Джон Полсон</i>	368
<i>Мода на бонуси</i>	370
<i>Від ризику до шахрайства</i>	371
<i>Трейдери й банки</i>	372
<i>Гринвіч, столиця хедж-фондів</i>	372
<i>Стриптиз і кокаїн</i>	373
І знову Лондон	375
<i>Трейдери в Англії</i>	375
<i>Російські мільярди</i>	376
<i>Суперник Нью-Йорка</i>	377
Піднесення Китаю	378
<i>На шляху реформ</i>	378
<i>Аутсорсинг і постіндустріальна мрія</i>	383

<i>Симбіоз США й Китаю</i>	386
Підйом на ринку нерухомості	388
Фінансове лобі	393
<i>Як переманювали найталановитіших</i>	394
«Акт про банкрутство» 2005 року	395
«Доктрина Рубіна»	397
<i>Секрети Fannie Mae</i>	399
«Доктрина Грінспена»	402
Глобальний дисбаланс заощаджень та інвестицій	407
Невже занепад Америки?	409

ЧАСТИНА 5.

КІНЕЦЬ ВЕЛИКОЇ ЕПОХИ

(КРИЗА 2007–2009 РОКІВ)

Чорний лебідь	413
Перед бурею	414
<i>Кінець великого кредитного суперпузиря</i>	420
<i>Проблема глобальної недооцінки ризику</i>	421
<i>Міна сповільненої дії: CDS</i>	422
Початок спаду на ринку нерухомості	423
Наближення кризи	426
<i>Індекс ABX починає непокоїти</i>	427
Перші банкрутства хедж-фондів	427
<i>Структуровані інвестиційні компанії</i>	429
Початок дефолтів	432
<i>BNP Paribas</i>	432
<i>Криза банківського кредитування</i>	434
<i>Northern Rock</i>	436
<i>Чи могли допомогти азійські інвестори?</i>	437
<i>Списання проблемних активів</i>	438
І знову Bear Stearns	439
Проблеми Fannie Mae	442

Так що відбулося з Merrill Lynch?	445
American International Group (AIG): на межі краху.....	448
<i>AIG Financial Products</i>	449
Джо Кассано.....	450
Занурення в світ CDS.....	451
А чим займався в цей час Goldman?	456
У тіні роздутого бренду	456
Велика гра на зниження.....	460
Джон Полсон і хедж-фонд Paulson & Co.....	461
Інші гравці на зниження	461
Збитки інвесторів	465
Розслідування «великої гри на зниження».....	465
Крах Lehman Brothers.....	467
Хвиля паніки.....	475
План Генрі Полсона	477
Поширення кризи у світі.....	481
Завершальний акорд: Бернард Медофф.....	487
Епоха «Великої рецесії»	489
Чи винен фінансовий капіталізм? Уроки кризи.....	494
Література	497

Глобалізація, постіндустріальна епоха і фінансовий капіталізм

Життя на межі тисячоліть тепер здається оптимістичним і безтурботним, незважаючи ні на що. Таким воно і було, поки не почалася криза 2007–2009 років. Ще в 1990-х закінчилося на деякий час протистояння між світовими наддержавами, і всі зітхнули з полегшенням. Постіндустріальна епоха з її персональними комп'ютерами, мобільними телефонами, масовим поширенням Інтернету сильно змінила повсякденне життя. Багато хто вірив, що скоро люди менше працюватимуть й стануть багатшими. А головне — вільнішими. І це здавалося схожим на правду.

Завдяки економічному зростанню і доступності кредиту те, що недавно було неможливим, стало реальністю. Нові будинки й квартири, дорогі автомобілі, модна техніка й побутова електроніка, поїздки на відпочинок у далекі країни, про які раніше навіть і не мріяли. Що там казати, оптимістичні були роки. Усі вважали, що тепер зростання багатства триватиме нескінченно — справді, що могло цьому перешкодити? Доходи тільки збільшуватимуться, як і ціни на нерухомість.

Кожне покоління так думає. І думало в минулому, яке швидко забувається. Не має сенсу когось у цьому звинувачувати, тому що так було завжди. Передбачити, як будуть розвиватися події, не може ніхто. А фінансові ринки — це ж не банкомат, де ввів цифри і одержав свої гроші. Вони примх-

ливі, як розбещені діти, хоча це не значить, що ринки діють випадково.

На перший погляд, уся історія людства може здаватися суцільним хаосом, у якому незначні події призводять до великих і непередбачуваних результатів. Насправді ж історія не настільки хаотична — у ній діють певні принципи, але вони не одразу зрозумілі. Так і фінансові ринки — те, що здається суцільним хаосом, підкоряється складним закономірностям, і ця синергія створює у фінансовому світі взаємозв'язок усього з усім.

Багатий, легкий та приємний докризовий час збігався із глобалізацією, коли люди, товари й капітали стали переміщуватися у світі легко, як ніколи. Можна сперечатися, коли почалася ця хвиля глобалізації, але найпомітнішою вона була два десятиліття — в 1990-ті й 2000-ті роки. У центрі глобалізованого світу опинилася Америка. Не всім це подобалося, але реальність була такою, і немає сенсу закривати на це очі. Штати не тільки були, а й дотепер залишаються найбільшою економікою світу та його фінансовим центром.

Плоди глобалізації в ті роки відчули всі або майже всі. Тоді жити краще стало багато людей у різних країнах — і розвинених, і не дуже. Але після кризи 2007–2009 років почався відступ глобалізації. Криза змінила структуру світової економіки, і в ній з'явилися нові центри тяжіння — Китай та інші країни Азії. Стала зростати політична напруженість, і глобальні фінансові ринки зараз уже не такі єдині, як у докризові роки. Коли після кризи почалася рецесія, її одразу назвали «Великою рецесією» за аналогією з Великою депресією 1930-х років. Насправді рецесія виявилася не такою вже й великою, через пару років вона закінчилася. Та й відступ глобалізації став не настільки глибоким, як здавалося одразу після кризи. Скільки він ще триватиме, ніхто не знає. Але будь-який відступ — справа тимчасова. Як зміна сезонів. Після літа неминуче настає зима, а після зими — весна і потім знову літо.

Мало хто пам'ятав наприкінці ХХ століття, що це не перша хвиля глобалізації. Сто років тому вже була схожа хвиля, хоча в центрі її була не Америка, а Британія. Люди, товари й капітали так само вільно рухалися у світі, роль літаків виконували океанські пароплави, а замість Інтернету були телеграф і телефон. Не так швидко, але схоже. Потім почалася

Перша світова війна, і британська глобалізація завершилися. А похмурі 1930-ті роки та епоха Великої депресії, коли над світом повіяв вітер фашизму і назрівала нова війна, витіснили з пам'яті поколінь оптимістичну довоєнну «прекрасну епоху» — Belle Époque. Раніше були ще й інші, майже забуті хвилі глобалізації. Адже всі великі імперії Стародавнього світу (починаючи з Олександра Македонського) і особливо колоніальні імперії — це спроби створити єдиний економічний і культурний простір, що зв'язує різні країни й народи.

А ще багатий докризовий час збігався з початком постіндустріальної (а точніше — інформаційної) епохи. Вперше слова «постіндустріальна економіка» були сказані в далекому 1973 році, коли з'явилася книга Деніела Белла «Прийдешнє постіндустріальне суспільство»¹. Спершу теорія постіндустріального суспільства сприймалася як екзотична й далека від реальності ідея, що цікавила лише вузькі кола просунутих інтелектуалів. У ті роки про комп'ютери чули тільки деякі фахівці, і Белл нічого не говорив про інформаційну революцію. Для нього основна особливість постіндустріальної економіки — переважання сфери послуг, сервісного сектору над індустріальним і аграрним секторами².

Коли на початку 1990-х років у США частка робочої сили, зайнятої в сервісному секторі економіки, зросла до 77 % (а в індустріальному секторі скоротилася до 18 %), постіндустріальна економіка зі сміливих прогнозів Белла перетворилася на реальність. У ті роки для багатьох слова «сервісний сектор економіки» асоціювалися з інформаційними послугами — адже становлення постіндустріальної економіки збіглося в часі з комп'ютерною революцією. Ставлення до ідей постіндустріалізму було переважно позитивним і оптимістичним. Тоді багато хто вірив, що постіндустріальна економіка відкриє нові можливості для самореалізації, а праця матиме творчий характер. Важко із цим не погодитися.

¹ Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. — М.: Academia, 2004.

² Сама сфера послуг (сервісний сектор економіки) з'явилася дуже давно. Вона така ж давня, як людське суспільство і, безумовно, старіша, ніж промисловий, індустріальний сектор. У Стародавньому світі сфера послуг була представлена в основному найпростішими фінансовими послугами. Не знаю, чи з'явилися фінансові послуги так само давно, як послуги сексуальні, але перші форми кредиту, безсумнівно, існували вже тисячі років тому.

А що дала постіндустріальна епоха фінансовим послугам і фінансовим ринкам? Фінансові операції (зокрема із цінними паперами) стали відбуватися в режимі реального часу. Сто років тому, коли світові біржі та фінансові центри зв'язав телеграф, про це можна було тільки мріяти. Адже телеграф все ж таки не дуже схожий на Інтернет, як телефон столітньої давнини — це навіть не віддалена подоба смартфона.

Наприкінці ХХ століття доступ інвесторів до глобальних фінансових ринків радикально спростився. Розгалужена мережа фінансових посередників і відповідні сервіси в Інтернеті дають можливість інвесторові з будь-якої точки світу вкласти свої гроші в будь-які операції. Потрібний тільки доступ до Мережі. І капітал, звісно. А сама структура фінансових ринків з ієрархічної та централізованої стала мережною й децентралізованою. Після цього географічне положення учасників операцій втратило колишнє значення.

Ця епоха дала фінансовим ринкам небувалий розквіт фінансового капіталізму — мистецтва робити гроші із самих грошей. Точніше — робити гроші за допомогою нових фінансових інструментів і фінансових технологій. Колись такими інструментами були акції, потім їм на зміну прийшли опціони та інші деривативи. А в передкризові роки ХХІ століття головними інструментами фінансового капіталізму стали забезпечені боргові зобов'язання (collateralized debt obligations, CDO), які створювалися під час сек'юритизації іпотечних активів. А також кредитно-дефолтні свопи (credit default swap, CDS), які страхували CDO.

Так роздувся величезний спекулятивний пузир іпотечних кредитів, вартість якого досягала 14 трлн доларів і дорівнювала ВВП США (у 2007 році — 14,5 трлн доларів). Ще більшим був пузир із кредитно-дефолтних свопів, який оцінювався в 2007 році в 70 або навіть 80 трлн доларів, що перевищувало загальносвітовий ВВП (за ППС — 66,5 трлн доларів у 2007 році).

Це був неймовірно величезний ринок з неймовірно величезним ризиком — найкрутіший і модний бізнес у ті роки. Поки цей ринок ріс і ніхто не збанкрутував, здавалося, що це ще один цілком безпечний і хитрий спосіб робити гроші з повітря. Але щойно почали знижуватися ціни на нерухомість, а потім — і на іпотечні папери, ця піраміда почала руйнува-

тися в 2008 році, загрожуючи поховати весь світ під своїми уламками.

Коли почалася криза, у всьому стали звинувачувати фінансовий капіталізм, протиставляючи його «реальній економіці», яка виробляє матеріальну продукцію. При цьому забували, що капітали для «реальної економіки» не падають із неба, а беруться на фінансових ринках. Насправді причиною кризи був, звісно, не фінансовий капіталізм — природний етап в еволюції ринкової економіки. Сам по собі він не добрий і не поганий, як не добра і не погана сек'юритизація іпотечних активів. Або кредитно-дефолтні свопи. Але коли прагнення до прибутку за будь-яку ціну засліплює, а про ризик перестають замислюватися, тоді будь-які інновації стають небезпечними.

Таким він був, той час глобалізації й розквіту фінансового капіталізму. Про нього — ця книга. Є в ній і цитати сучасників, і подробиці життя героїв фінансового світу, і чутки, і плітки. Є в ній і цифри, але не вони головні. Цифри, як і факти, швидко забуваються, коли події йдуть за обрій минулого. А настрої епохи, її дух, мрії і все те, що рухало людьми, залишаються в пам'яті надовго.

Бо таким є наш світ.

Частина 1.

НА ПІДСТУПАХ
ДО ПОСТІНДУСТРІАЛЬНОЇ
ЕПОХИ

(1944–1980)

Уроки Другої світової війни

Світові ринки цінних паперів під час війни

Друга світова війна (на відміну від Першої світової, яка стала для багатьох цілковитою несподіванкою) була передбачуваною. Про її наближення говорили багато, зокрема і серед фінансистів. На ринках цінних паперів усі намагалися уникати контрактів на термін — ніхто не знав, що відбудеться завтра і якими стануть курси паперів. «Коли надійшли новини про те, що війна в Європі стала реальністю... вони, звичайно, справили враження на біржове співтовариство», але на відміну від подій 1914 р. Друга світова війна «назрівала так довго, що на біржі в усіх була можливість до неї підготуватися»³. До того ж Перша світова війна почалася після періоду тривалого підйому, а Друга — після тривалої Великої депресії, яка сама по собі сильно загальмувала активність ринків. Тому початок війни 1 вересня 1939 р. не став шоком для бірж і не спричинив паніку, хоча й порушив систему міжнародних зв'язків, призвівши до застою на світовому ринку цінних паперів.

³ The Exchange. — Dec. 1939. — P. 11, 16. Обсяги операцій на Нью-Йоркській біржі щорічно знижувалися, починаючи з 1936 р. (у 1939 р. — на 18,4%), тому повідомлення про початок війни в Європі мало що додало до цієї загальної тенденції (The Exchange. — March 1940. — P. 6).

Найбільші біржі не припиняли роботу або закривалися лише ненадовго, як Лондонська. І навіть у країнах, окупованих німецькими військами, біржі продовжували діяти, як в Амстердамі або Парижі (їх почали закривати в другій половині війни, коли бойові дії перемістилися в Європу)⁴. Однак обсяг операцій з іноземними цінними паперами помітно скоротився. На Лондонській біржі, якої безпосередньо не торкнулися військові дії, загальний обсяг облігацій іноземних позик у 1940–1945 рр. становив лише 9,5 млн фунтів порівняно з 23,3 млн за один тільки 1939 р.⁵

Нью-Йоркська біржа в роки війни опинилася в найвигіднішому становищі. Ті, хто встиг вивести свої капітали з охопленої війною Європи, переміщували їх насамперед до Нью-Йорка. Однак мало хто інвестував ці капітали в цінні папери — час був для цього не сприятливий, — і вони осідали на депозитних рахунках у великих американських банках, таких як Citibank. І хоча Друга світова війна справді посилила позиції Нью-Йорка як світового фінансового центру, Нью-Йоркська біржа не мала від цього безпосередньої вигоди.

Облігації військових позик у США

З 1941 по 1945 р. Казначейство розмістило сім випусків військових облігацій із прибутковістю 2,5 %. Обсяг першого випуску становив 11 млрд доларів, а до 1944 р. загальна вартість облігацій військових позик досягла 53 млрд доларів. Розміщення цих облігацій відбувалося через систему округів ФРС. У кожному з них відповідальним за розміщення військових облігаційних позик був банк — член ФРС, який розподіляв облігації у місцевих банках. Для розміщення цих облігаційних позик ФРС підтримувала низьку процентну ставку, близько 0,3 %. Її стабільність була принципово важливою для облігаційного ринку. Якби виникла перспектива підвищення ставки (що було цілком можливим у воєнний час), інвестори почали б позбуватися від облігацій, а це не входило в плани ФРС.

⁴ Гамбурзька біржа відновила свою роботу 9 липня 1945 р., Віденська — 15 листопада 1945 р., Амстердамська — у середині 1946 р.

⁵ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 209.

Учасники поширення військових облігацій не отримували жодного прибутку і робили це у загальних державних інтересах. Загалом в розміщенні цих позик брало участь декілька тисяч банків. Розміщення відбулося успішно, і до кінця війни державний борг США зріс із 48 млрд доларів до 260 млрд⁶. Значна частина облігацій військових позик не потрапляла на вторинний ринок і залишалася в банках як довготермінові активи. І хоча обсяг операцій з облігаціями на Нью-Йоркській біржі збільшився з 1,7 млрд доларів у 1940 р. до 2,3 млрд у 1945 р., це зростання було пов'язане із цінними паперами залізниць і промислових підприємств⁷.

Ринок корпоративних паперів під час війни

Випуск корпоративних цінних паперів скоротився у 1941–1943 роках удвічі, відповідно зменшився обсяг операцій з ними на Нью-Йоркській біржі. Інтереси учасників ринку змістилися на масові випуски облігацій військових позик. До того ж у 1942 році, у розпал Другої світової війни, акції великих промислових компаній, які називали на біржі «ломовими кінями» (Anaconda Copper, Bethlehem Steel, Studebaker Packard, US Steel), стали здавати свої позиції. Їхня частка в торгах знизилася з довоєнних 60 % до 18 %. Тепер інвесторів більше приваблювали недорогі акції з перспективами зростання, які випускали нові невеликі компанії, що з'явилися в 1920-ті роки.

Для 1940-х років загалом було характерне зниження інтересу дрібних індивідуальних інвесторів до акцій — довіра до цих паперів зменшилася у воєнний час, тому що їхні курси були нестабільними. А після закінчення війни увага індивідуальних інвесторів змістилася на нерухомість. Ціни на цьому ринку були нижчими, ніж у 1920-ті роки, і для багатьох капіталовкладення в спорудження власного будинку стали в 1940-ті роки вигіднішими інвестиціями, ніж придбання будь-яких цінних паперів. А коли на ринку житлової нерухомості почався післявоєнний бум, він пожвавив і ринки цінних паперів, створивши на них тенденцію до підвищення.

⁶ Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. — Washington, DC: U. S. Department of Commerce, 1961. — P. 720.

⁷ Scott I. Government Securities Market / I. Scott. — N. Y.: McGraw-Hill, 1965. — P. 11–13, 16.

Наслідки Другої світової війни в США

Друга світова війна, як колись Перша світова, поліпшила економічне становище США. Після Великої депресії і загальної стагнації нарешті почала працювати промисловість (спершу військова, а потім інші галузі), зменшилося безробіття, активізувався грошовий обіг. На території Сполучених Штатів військових дій не було, а через зруйновану промисловість у країнах Європи на світових ринках зникло більшість конкурентів. Америка постачала союзникам у війні з Німеччиною військову техніку, обладнання та матеріали на загальну суму 46 млрд доларів⁸.

Виробництво цих товарів пожвавило американську промисловість, було побудовано більше 2 тис. нових державних підприємств, які після закінчення війни продали приватним компаніям у 3–5 разів дешевше, ніж обійшлося їхнє будівництво. Промислове зростання з 1938 по 1948 р. прискорилося більш ніж двічі (з 1918 по 1938 р. промислове виробництво зросло тільки на 38 %). Також збільшилася частка США у світовому обсязі промислової продукції — з 40 % перед війною до 62 % у 1945 р.

Хоча наприкінці війни національний борг становив 120 % від обсягу економіки, більшість американців жили краще, ніж у часи Великої депресії 1930-х років. Війна дала всім роботу, а оскільки у воєнний час люди не дуже витрачали гроші, їхні заощадження зростали⁹. Придбання будинків, машин і побутової техніки відкладали до кращих часів. Накопичені заощадження непокоїли американських економістів, які боялися повторення кризи 1929 року. Однак незабаром після

⁸ Закон про ленд-ліз (Lend Lease Act), який мав повну назву An Act to Promote the Defense of the United States, був ухвалений Конгресом США 11 березня 1941 року. Масштаби поставок за ленд-лізом були величезними (хоча радянська сторона потім намагалася применшити їхнє значення, стверджуючи, що вартість американської військової техніки становила не більше 4 % від загальних витрат СРСР на війну). Однак насправді в Радянський Союз було завезено зі США більше 700 тисяч вантажних машин різного типу, понад 7 тис. військових літаків та інші матеріали.

⁹ Обсяг заощаджень, накопичених за п'ять воєнних років, становив 137 млрд доларів, удесятеро більше, ніж за передвоєнні п'ять років (1935–1939) (Лан В. І. США в военные и послевоенные годы / В. И. Лан. — М.: Наука, 1978. — С. 129–130).

закінчення війни розпочався купівельний бум, промисловість задовольняла запити споживачів, і ринки швидко стали переповненими. У 1948 р. почався спад попиту, який одразу спричинив скорочення виробництва в 1949 р. на 8–9 %. У США цей спад був нетривалим і незначним, його навіть кризою важко назвати на відміну від подій 1949 р. в Англії та Японії.

Післявоєнне відновлення

Бреттон-Вудська конференція

Майже за рік до закінчення Другої світової війни, у липні 1944 р., 730 делегатів із 44 країн світу — учасників антигітлерівської коаліції — зібралися в готелі «Маунт Вашингтон» у курортному містечку Бреттон-Вудс (штат Нью-Гемпшир) на Валютно-фінансову конференцію Об'єднаних Націй (The United Nations Monetary and Financial Conference) для обговорення відновлення економічних зв'язків після закінчення війни.

На конференції розглядалося два проекти — британський Джона Мейнарда Кейнса та американський Гаррі Декстера Вайта. Кейнс пропонував радикальний план створення світового центрального банку (він мав називатися «Кліринговий союз») і нової міжнародної валюти з назвою «банкор», але ці ідеї не підтримали. Натомість ухвалили компромісний план (найвигідніший для США), що містив елементи обох пропозицій.

Кейнс розумів це і намагався відстояти свої ідеї, доводячи, що вільний рух капіталу набагато важливіший за американське домінування. Міркуючи про ідеальний устрій післявоєнного світу, Кейнс казав: «Образ післявоєнного світу, який мені подобається», потребує заохочувати «невеликі політичні й культурні утворення, об'єднані в більші та внутрішньо... переплетені між собою економічні одиниці». Добре було б мати в Європі «тридцять або сорок столичних міст, кожне з яких було б центром самодостатньої країни». Але було б погано

«мати тридцять або сорок незалежних економічних і валютних союзів»¹⁰. Однак до цієї слушної думки Кейнса не прислухалися.

Були створені нові міжнародні організації — Міжнародний валютний фонд (МВФ) зі статутним капіталом 8,8 млрд доларів і Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР, Всесвітній банк) з капіталом 10 млрд доларів, поділеним на 100 тис. акцій номіналом по 100 тис. доларів. Основну роль у цих міжнародних організаціях відігравали США, а долар став головною міжнародною валютою¹¹.

Радянський Союз — союзник США й Великої Британії у Другій світовій війні, а в наступні півстоліття основний геополітичний конкурент США — теж брав участь у Бреттон-Вудській конференції, але в грудні 1945 р. відмовився ратифікувати її підсумкові документи¹².

Бреттон-Вудська конференція зафіксувала у своїх рішеннях те, що вже було фактом — після закінчення війни світовим економічним лідером стали США, а долар перетворився на основну міжнародну валюту. Це визначило всю архітектуру світового фінансового ринку. Почалася епоха *Rex Americana* — «американського світу».

¹⁰ Цит. за: Tanner J. *Bretton Woods and the European Neutrals, 1944–1973* / J. Tanner // *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy* / Ed. Flandreau M. — Cambridge: Cambridge University Press, 2003. — P. 155.

¹¹ За планом Кейнса коштами МВФ учасники фонду могли б користуватися на однакових правах (це стосувалося насамперед Великої Британії, про інтереси якої не забував Кейнс). Однак Вайт вважав, що надання допомоги з боку МВФ має бути пов'язане з додатковими умовами, тому що джерелом капіталів однаково будуть Сполучені Штати.

¹² Яка була мета участі в цій зустрічі СРСР — закритої країни з плановою економікою? Можливо, усе пояснювалося тим, що Франклін Рузвельт (президент США в 1933–1945 рр.) обіцяв надати СРСР кредит на 6 млрд доларів для відновлення економіки (під час подальших обговорень сума кредиту зросла до 10 млрд). До того ж Рузвельт відчував певні симпатії до соціалізму — йому не раз дорікали в цьому в роки Великої депресії. А може, СРСР планував брати участь у роботі МВФ і МБРР так само, як він брав участь у роботі Організації об'єднаних націй (створеної в жовтні 1945 р.), щоб просувати там власні інтереси. Хай там як, у квітні 1945 р. Рузвельт зненацька помер від інсульту. Президентом США (з 1945 по 1953 р.) став Гаррі Трумен, який не мав жодних симпатій до соціалізму чи Сталіна і сприймав СРСР як небезпечного військово-політичного супротивника. Радянсько-американські відносини швидко погіршилися, ідея із кредитом відпала, і участь СРСР у роботі МВФ і МБРР втратила сенс для радянської сторони.

Pax Americana

Про *Pax Americana* заговорили незабаром після закінчення Другої світової війни. Часто ці слова вживав президент Джон Кеннеді, який вважав, що Америка може забезпечити мир у світі не силою зброї, а економічним шляхом, створюючи сприятливі умови для розвитку різних країн і народів. Не буду зараз оцінювати, наскільки правий був Кеннеді та наскільки миролюбною була політика Америки у другій половині XX століття. Про це написано багато і з різних точок зору. Але слова *Pax Americana* (як колись *Pax Britannica*) у другій половині XX століття стали символом американського панування. Багато говорили також про «американську імперію» (ще Томас Джефферсон колись образно назвав Америку «імперією свободи»). Напевно, тут немає сенсу дискутувати про те, імперія *Pax Americana* чи ні.

Можна сперечатися про те, хто кого обігнав у гонці озброєнь, США або СРСР, і чиї ракети краще, але немає сумніву, що у світі фінансів Америка стала основним центром тяжіння та все ще залишається ним¹³. А МВФ і Всесвітній банк є одними з найбільш впливових міжнародних фінансових організацій.

Замість лібералізації торгівлі в односторонньому порядку, як це робила Велика Британія (вона послідовно дотримувалася принципів вільної торгівлі), США пішли шляхом переговорів щодо зниження торговельних бар'єрів і створення міжнародних фінансових інститутів. Подальший хід подій показав, що насправді американці не настільки були прихильні вільній торгівлі — їх більше приваблював протекціонізм заради власної вигоди.

Фінансовим фундаментом епохи *Pax Americana* стала провідна роль долара у світовій економіці. На основі рішень Бреттон-Вудської конференції була створена валютна система, в основі якої був фіксований курс обміну долара на золото (35 доларів дорівнювали одній трійській унції золота, 31,1 грама).

Курси інших валют визначалися відносно долара. У більшості країн післявоєнного світу, охоплених фінансовим хаосом, визнавали тільки долари. Адже Америка була єдиною

¹³ Ці слова були написані у 2018 році.

великою економікою, яка не тільки не постраждала від війни, а й ще більше зміцніла. У 1945 році це було очевидно для всіх. Американська промисловість забезпечувала половину всього світового промислового виробництва, і долар став основною міжнародною грошовою одиницею. Його вважали надійним, як золото, тому що США тоді справді були готові продавати золото за фіксованою ціною 35 доларів за унцію.

Бреттон-Вудська валютна система, яка замінила собою систему класичного золотого стандарту, існувала до серпня 1971 року, коли обмін доларів на золото був припинений з ініціативи США через зростання відтоку золота з країни. На зміну їй прийшла Ямайська валютна система, заснована на вільній конвертації валют за ринковими курсами. Однак долар залишився основною міжнародною валютою й дотепер. Його не змогли потіснити ні японська єна, ні євро, ні китайський юань. У доларах проводиться 85 % валютних операцій, вони домінують на основних світових біржах, і резерви центральних банків більше ніж на 60 % складаються з доларів¹⁴.

Америка стала основною країною-кредитором, і в роки післявоєнного відновлення економіки в країнах Європи та Японії американські компанії інвестували мільярди доларів, посилюючи свій вплив на іноземних ринках. Разом із капіталами в Європу і Японію експортувалася американська масова культура. У ті роки багато хто за межами Штатів був незадоволений «імперіалізмом кока-коли», як тоді казали. В уяві європейців сформувався стереотипний образ тупуватого американця із пляшкою кока-коли й жувальною гумкою в роті, який зневажливо ставився до європейських звичаїв та культури. Однак післявоєнне відновлення економіки було важливіше за експансію американського способу життя, який не всім до вподоби. Гроші могли реально дати тільки американці, і до 1970-х років їхні інвестиції в інших країнах світу в 5–6 разів перевищували іноземні інвестиції, які надходили в США.

В епоху *Rex Americana* стан американських фінансових ринків став визначальним для більшості регіонів світу, крім

¹⁴ Близько 500 млрд доларів перебувають в обороті за межами США, практично у всіх країнах світу (Ейхенгрин Б. Непомерная привилегия. Взлёт и падение доллара / Б. Эйхенгрин. — М.: Издательство института Гайдара, 2013. — С. 8–9, 11). Баррі Ейхенгрін у своїй книзі, уперше виданій в 2011 році, присвятив цілу главу очікуваному «краху долара» (Там само, с. 259–305). Однак з того часу краху, як бачимо, так і не відбулося.

Східної Європи (вона опинилася у сфері впливу планової економічної системи Радянського Союзу), Китаю, Куби та деяких інших держав. У країнах Західної Європи та в Японії відбувалося післявоєнне відновлення економіки, і вони стали самостійними учасниками світових фінансових ринків набагато пізніше. Багатьом це американське домінування не подобалося, і вони вбачали в ньому продовження політичної експансії США. Але таким був реальний стан справ у другій половині XX століття.

План Маршалла

Після закінчення Другої світової війни значна частина Європи та Японія були зруйновані. Від воєнних дій постраждали багато великих міст, транспортна система і промислові підприємства. Щоб вижити, країни Європи і Японія потребували імпорту продовольства й палива. У 1945–1946 роках США надавали їм фінансову допомогу через ООН, але це були лише тимчасові заходи. Спершу здавалося, що цим країнам достатньо зробити конверсію військової промисловості, після чого економіка швидко відновиться. Однак реальний стан справ виявився гіршим, ніж можна було думати. Виникла загроза посилення державного контролю над ринками разом із приходом до влади соціалістів (як це відбулося в Англії та Франції), що могло порушити всю систему вільної торгівлі.

Так з'явилися розроблені в США план Маршалла для Європи й план Доджа для Японії, названі іменами генерала Джорджа Маршалла (державного секретаря США в 1947–1949 рр.) і Джозефа Доджа (спеціального посла США в Японії в 1949–1950 рр.). Згідно з цими планами країнам Європи і Японії видавали великі кредити в доларах для придбання імпортного устаткування, необхідного для відновлення зруйнованих промислових підприємств.

План Маршалла почав діяти у квітні 1948 р. і був розрахований на чотири роки. Загалом з 1948 по 1952 р. у країни Західної Європи інвестували близько 13 млрд доларів, і 1,2 млрд в Японію¹⁵. Потік американських капіталів підтри-

¹⁵ У 1953 р. інвестиції в Японію стали ще більшими й досягли 4,4 млрд доларів (Britton A. Monetary Regimes of the 20th Century / A. Britton. — Cambridge: Cambridge University Press, 2001. — P. 137–130).

мував статус долара як міжнародної валюти, а критики цієї фінансової допомоги заявляли, що вона посилювала залежність країн Європи та Японії від США. Однак, хай там як, саме за рахунок американських капіталів почалося післявоєнне відновлення економіки в Європі та Японії.

Чи був ефективним план Маршалла? Безперечно — на-самперед у тому, що саме він дав поштовх для тривалого періоду високих темпів економічного зростання та низької інфляції. Усяка війна, що залишає після себе зруйновані міста й підприємства, неминуче запускає механізм пожвавлення економіки — адже зруйноване необхідно відновлювати. Ніхто не виправдовує війну, але в історії так було завжди.

Велика Британія: залишки колишньої величі

За роки війни «значна частина Лондону була зруйнована в результаті бомбардувань... і цілі квартали лежали в руїнах... Обличчя Лондону помітно змінилося». Британський уряд і після закінчення війни «вважав за необхідне нормування продуктів харчування й палива, фабрики й контори залишалися закритими», і в країні «відчувалася гостра потреба в кредитах»¹⁶. Хоча англійська промисловість не так постраждала, як у Франції та Німеччині, величезні військові борги остаточно підірвали міжнародне значення фунта стерлінгів. У 1945 р. державний борг Англії досяг 21,5 млрд фунтів.

Одразу після закінчення війни США надали Великій Британії позику на 4,4 млрд доларів, з яких після вирахування боргів за ленд-лізом (640 млн доларів) залишилося 3,75 млрд доларів. Позика давалася на 50 років під 2 % річних, і економічно для Америки не мала ніякої вигоди. Мета була політичною — підтримати свого основного союзника в Європі. Але кредит швидко витратили, і в 1947 р. в Англії почалася гостра фінансова криза¹⁷.

¹⁶ Рокфеллер Д. Клуб банкіров / Д. Рокфеллер. — М.: Алгоритм, 2012. — С. 76.

¹⁷ Про серйозність кризи свідчить те, що були запроваджені картки на продукти харчування (їх не було в Англії навіть під час війни), які існували до 1954 р. Фінансова криза, яка почалася в 1947 р., стала хронічною, а державний борг зріс із 25,8 млрд фунтів у 1950 р. до 118,4 млрд у 1982 р. (Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. — Princeton: Princeton University Press, 2008. — P. 101).

Однією з умов американської позики було зниження протекціоністських тарифів у країнах Британської імперії. На практиці це означало відкриття її ринків для американських товарів і, як стверджували щодо цього в Англії, ставало запереченням самого права Британської імперії на існування. У 1947–1948 рр. почався розпад цієї колоніальної імперії¹⁸, який став ще одним ударом по економіці — Англія втратила не тільки джерела сировини, але й ринки збуту. Ще недавно, до війни, вона була центром величезної імперії, а тепер виявилася лише островом на півночі Європи з населенням 58 млн осіб, які звикли до багатого життя за рахунок колоній¹⁹.

У 1945 р. уряд від консервативної партії на чолі з Вінстоном Черчиллем пішов у відставку, а на зміну йому від партії лейбористів прийшов новий, який не приховував свої симпатії до соціалізму. Від такої новини курси акцій на Лондонській біржі одразу знизилися на 10 %. Новий канцлер Казначейства Х'ю Делтон заявив, що це падіння — підступна спекулятивна гра багатих інвесторів. Незабаром після цього він почав кампанію зниження дивідендів за акціями, стверджуючи, що робить усе в національних інтересах. Крім того, він запровадив додатковий 15 % податок на прибуток компаній, який розподілявся у вигляді дивідендів. Делтон хотів створити стіну навколо британської економіки за рахунок контролю потоків капіталу, щоб обмежити вплив іноземних фінансових ринків на Англію. Це нагадувало спроби ізолювати англійський ринок від впливу Великої депресії в 1930-ті роки, коли був створений «стерлінговий блок».

Втім, новий британський уряд сприймав це інакше. «Ми можемо використовувати дещо відмінне від мотиву одержання прибутку, і це почуття обов'язку перед суспіль-

¹⁸ У цей час незалежність здобули Індія, Бірма та Цейлон, а колонії в Африці — у 1960-ті роки.

¹⁹ Почасти позиції Англії в колишніх колоніях (куди були вкладені значні капітали англійських інвесторів) вдалося зберегти завдяки створенню замість колишньої імперії Британської Співдружності Націй. Країни, що приєдналися до співдружності, входили в стерлінгову зону, були пов'язані з Англією економічними угодами та зниженими митами. Однак навіть за таких умов учасники співдружності споживали не більше 20 % британського експорту, решту доводилося продавати в Європу або США, а там британські товари не завжди могли витримати конкуренцію з американськими.

ством», — казав прем'єр-міністр Клемент Еттли (1945–1951). «Якщо це працювало у воєнний час, чому б не використовувати те ж саме в мирний час?»²⁰ Однак фінансова політика Делтона ще більше погіршила й без того несприятливий стан справ. До того ж, коли під час нетривалого промислового спаду в США експорт британських товарів скоротився, це призвело до швидкого зменшення золотих і валютних резервів в Англії, яка зобов'язалася вільно обмінювати фунти на долари та золото²¹.

Почалося посилення впливу держави на економіку, раніше взагалі не характерного для Британії. З 1946 по 1951 р. були націоналізовані Банк Англії, підприємства вугільної й газової промисловості, залізниці, електростанції, радіо й телебачення. Напевно, для британців, які завжди славилися своєю прихильністю до ідей вільного ринку, це був ще більший шок, ніж розпад колоніальної імперії²².

Під час націоналізації підприємств вони оцінювалися зазвичай з помітним завищенням їхньої вартості. Акції підприємств обмінювали на облігації державних позик, і загалом акціонери отримали таких облігацій на суму 2,5 млрд фунтів. Вони забезпечували щорічний дохід більше 80 млн фунтів. Хоча політика націоналізації виявилася незвичною для Великої Британії, об'єктивно це стало, можливо, єдиним виходом — і залізниці, і промислові підприємства застаріли та стали збитковими. Потрібна була радикальна модернізація, можлива тоді тільки з ініціативи держави та за рахунок державного бюджету.

Лондонська біржа, яка звикла до своєї ролі фінансового серця світу, у післявоєнні роки змушена була поступитися першістю Нью-Йоркській біржі. Однак і в 1940-ті роки на Лондонській біржі не припинявся обіг іноземних цінних паперів (канадських, австралійських, новозеландських і півден-

²⁰ Littlewood J. The Stock Market: 50 Years of Capitalism at Work / J. Littlewood. — L.: Financial Times — Pitman, 1998. — P. 17, 30.

²¹ Відтік золота й валюти був настільки сильним, що у вересні 1949 р. уряду лейбористів довелося девальвувати фунт із 4,03 до 2,8 долара, що спричинило масове зниження курсів валют у країнах, які входили в стерлінгову зону.

²² Коли лейбористи знову отримали владу в 1967 р., вони почали націоналізувати металургійну промисловість. На той час державі належало 20% усіх промислових підприємств, а в деяких (таких як «Роллс Ройс» або «Брітисх Петролеум») держава стала великим акціонером.

ноафриканських), хоча британські інвестори більше їх продавали, ніж купували. Сума капіталів, вкладених в іноземні папери, скоротилася з 1,8 млрд фунтів у 1938 р. до 0,4 млрд фунтів у 1948 р.

У 1950-х роках контроль біржі над різними сегментами ринку слабшав, і для неї настали не кращі часи. Показовим є той факт, що в 1949 р. 85 % обороту біржі становили облігації державного боргу. За умов зростання інфляції та загального спаду в економіці інвестори надавали перевагу паперам із фіксованим доходом. Такий стан справ став змінюватися на краще у 1960-х роках, коли знову з'явився інтерес до акцій²³.

Західна Німеччина: початок економічного чуда

У Німеччині економіка постраждала під час війни більше, ніж в інших державах Європи, і після капітуляції вона була розділена на дві частини²⁴. Щоб не повторювати помилок 1920-х років, країни-переможниці визначили реалістичний розмір репарацій — компенсації військових збитків, які мала виплачувати Німеччина, і ніяких боргів нереального розміру цього разу не було.

Ще у вересні 1944 р. міністр фінансів США Генрі Моргентау запропонував свій план деіндустріалізації післявоєнної Німеччини й перетворення її на аграрну країну, щоб уникнути відродження в ній мілітаризму й виникнення загрози нової війни. Повністю план Моргентау не був ухвалений, але окремі його елементи використовувалися окупаційними військами в 1945–1946 рр. (децентралізація банківської системи, демонтаж промислових підприємств, заборона зовнішньої торгівлі). Після цього почалося масове безробіття, і рівень життя населення швидко знизився. Ста-

²³ Вартість усіх британських цінних паперів становила в середньому 33,3 % національних активів у 1947–1955 рр. (17,8 % у 1970–1973 рр.). У 1950 р. з паперів, що випускалися компаніями, 56 % становили облігації, 36 % — звичайні акції. У 1956 р. звичайних акцій було вже 65 %.

²⁴ Східна Німеччина перебувала в сфері впливу СРСР і пішла шляхом створення планової економіки радянського типу. А Західна Німеччина почала відновлювати ринкову економіку.

ло зрозуміло, що якщо далі йти шляхом деіндустріалізації Німеччини, настане повний занепад економіки країни, і вона взагалі не зможе виплачувати репарації. У 1947 р. від плану Моргентау остаточно відмовилися, і його замінив план Маршалла.

Довоєнний рівень виробництва вдалося відновити в 1951 р., після чого почався період прискореного економічного зростання (з 1951 по 1966 р. — у середньому 9,2 % за рік). Західна Німеччина, де була поставлена мета створити «соціальну ринкову економіку», вийшла на друге місце у світі за обсягом промислового виробництва. Це економічне чудо пояснювалося тим, що зруйнована війною німецька промисловість була набагато більше модернізована, ніж застаріла промисловість Франції або Англії, і на відновлюваних підприємствах використовували нове сучасне обладнання.

Модернізацію промисловості проводили в основному за рахунок держави (самі промислові корпорації в післявоєнні роки не могли цього зробити — вони були поділені на частини, які не мали великих фінансових ресурсів). Для цього використовували підвищений податок на прибуток, який досяг у післявоєнні роки 94 %. Крім того, Потсдамські угоди²⁵ забороняли Німеччині створювати військову промисловість, тому сукупні витрати на потреби оборони в Західній Німеччині становили не більше 5–6 % державного бюджету. Завдяки цьому загальні інвестиції в промисловість досягли в 1950-х роках 25 % ВВП (в Англії та США тоді — не більше 17 %).

На відміну від Великої Британії та Франції, у Західній Німеччині націоналізацію промислових підприємств не проводили, тому що ліві партії там не мали впливу. Однак державне втручання в економіку тут було не меншим — саме держава стала основним ініціатором відновлення промисловості²⁶. Так само сильним був її вплив і на ринок цінних паперів.

²⁵ Підсумкові документи, ухвалені за результатами Потсдамської конференції, що проходила з 17 липня по 2 серпня 1945 р. у місті Потсдам (Німеччина).

²⁶ Інвестиції з боку держави в промисловість зросли з 5 млрд марок у 1950 р. до 80 млрд у 1980-х роках. У 1960-ті роки близько 40 % ВВП проходило через державний бюджет, у 1980-ті роки — близько 50 %.

Старий фінансовий центр у Берліні перестав існувати. У Західній Німеччині спершу хотіли зробити новим фінансовим центром портовий Гамбург, де біржа й відділення центрального банку відкрилися незабаром після закінчення війни. Але потім від цієї ідеї відмовилися і обрали Франкфурт. Там з 1948 р. розмістили центральний банк, і основним центром стало саме це місто з давніми традиціями фінансового бізнесу.

Франкфуртську біржу відкрили у вересні 1945 р., але торги на ній почалися тільки в серпні 1948 р. Приблизно такий самий стан справ був на Дюссельдорфській біржі, яка відкрилася в 1949 р. Німецький ринок цінних паперів відновлювався дуже повільно. У 1947–1955 рр. частка цінних паперів у сукупних національних активах становила лише 4,4 % і була найнижчою в Європі (у Франції — 11,1 %, в Англії — 33,3 %). Навіть у 1970–1973 рр. цей показник становив 6,7 %, відстаючи від більшості інших країн. Активніше ринок цінних паперів став розвиватися тільки в 1960-х роках, але форвардні операції були заборонені. Цю заборону частково скасували в 1970-х роках, однак і тоді цінні папери (як акції, так і облігації) мали обмежене поширення²⁷.

Через слабкий ринок цінних паперів, фрагментований і нестабільний, у фінансовій системі домінували банки. Для Німеччини нічого нового в цьому не було — домінування великих банків у фінансуванні економіки стало традицією ще з часів Бісмарка. Близько 70 % інвестиційного капіталу в 1950-х та навіть в 1960-х роках надходило з іноземних джерел, решту вкладали в промисловість німецькі банки. Ринок акцій у Німеччині був слабким, його не можна було навіть порівнювати з японським, на якому із другої половини 1960-х років почався справжній бум. І хоча німецькі компанії випускали свої акції, до 1980-х років це джерело фінансування не мало помітного значення.

²⁷ Baker J. The German Stock Market: Its Operations, Problems and Prospects / J. Baker. — N. Y.: Praeger, 1970. — P. 12, 24–25, 42.

Франція. Триумф держави триває

У Франції за роки війни промислове виробництво скоротилося на 70 %, сільськогосподарське — на 50 %²⁸. З початком дії плану Маршалла промисловість була швидко відновлена, і довоєнний рівень виробництва був досягнутий вже в 1948 р. Як і в Англії, у Франції після закінчення Другої світової війни до влади прийшов уряд соціалістів. У цей час націоналізували п'ять найбільших банків (60 % банківського капіталу) і 20 % основних підприємств, зокрема у вугільній і газовій промисловості, авіаційні й військові заводи, електростанції та транспорт²⁹. Ця програма націоналізації призвела до скорочення економічного зростання³⁰.

У післявоєнному розвитку Франції одразу стало помітним домінування фінансового капіталу над промисловим — не дарма цю країну ще на початку ХХ століття називали всесвітнім лихварем³¹. У післявоєнні роки зберігали свій

²⁸ На початку Другої світової війни Франція була наполовину аграрною країною — 37 % населення працювало в сільському господарстві, у промисловості тільки 25 %. В індустріальному секторі переважали підприємства легкої промисловості, а важка промисловість так і залишалася недостатньо розвинутою. Наприкінці 1970-х років у промисловості було зайнято 25,8 % населення, у сільському господарстві — 8,7 %; у сфері послуг — 57 % (частка важкої промисловості становила 60 % у загальному обсязі виробництва).

²⁹ Націоналізація тут відбувалася дещо інакше, ніж в Англії. Якщо там націоналізувалися насамперед застарілі підприємства з метою їхньої радикальної модернізації, то у Франції мотиви націоналізації були більше політичними, тому там націоналізувалися як застарілі, так і більш нові підприємства. Компенсацію також сплачували не всім (автомобільна компанія Renault була націоналізована без компенсації акціонерам). Новий етап націоналізації розпочався в 1982 р., коли у власність держави перейшли 36 найбільших банків. Націоналізовані були фінансові групи Paribas і Suez. Таким чином уся кредитно-фінансова система опинилася під контролем держави.

³⁰ З 1950-х до 1970-х років промислове виробництво у Франції зростало в середньому на 4 % за рік, а в 1980–1985 рр. воно стало скорочуватися на 0,1 % за рік. У 1986 р., після прийняття програми денационалізації, були приватизовані банк Societe Generale, фінансові групи Paribas і Suez, інші найбільші підприємства. Почалося відновлення ринкових механізмів регулювання економіки.

³¹ Концентрація фінансового капіталу була тут високою, а концентрація виробництва низькою (95 % підприємств були дрібними, з кількістю робітників до 20 осіб). Чотири французькі банки (Banque nationale de Paris, Credit Agricole, Crédit Lyonnais, Société Générale) входили в десятку найбільших банків світу, у той час як серед десяти найбільших промислових компаній світу не було жодної французької.

вплив давні фінансові групи Ротшильдів, Лазарів і Шнейдерів, а з 1960-х років почав посилюватися вплив інших фінансово-промислових груп — Paribas і Suez. В основі цих груп були вже не банки, а фінансові холдинги, які володіли великими пакетами акцій промислових підприємств³². Звичайною справою стало взаємне переплетення фінансових груп і банків, а також перехресне володіння великими пакетами акцій підприємств і банків інших фінансових груп.

Після націоналізації п'яти найбільших банків вплив фінансового капіталу у Франції послабшав. У 1950-х роках уряд не тільки відновив контроль над ринком цінних паперів, але й розширив його. У 1961 р. біржовий і позабіржовий ринки об'єднали, і центром усіх операцій із цінними паперами стала Паризька біржа, контрольована державою. Коли вона перетворилася на повного монополіста, регіональні біржі втратили своє значення³³.

Будь-які можливості для спекулятивних операцій на ринку цінних паперів обмежували, і він став малопривабливим для інвесторів. А основним джерелом фінансування промисловості були банківські кредити. Не дивно, що загальний обсяг цінних паперів в 1947–1955 рр. становив лише 11,1% від вартості національних активів (у 1970–1973 рр. він залишився майже без змін — 11,0%), і це були в основному державні облігації. У 1950-х роках таку картину можна було бачити в багатьох країнах континентальної Західної Європи.

³² У 1980 р. цим двом групам належало 20% промислових активів, і вони контролювали більше 2,5 тис. підприємств. В основі групи Paribas були відомий ще з початку XX століття банк Banque Pays-Bas de Paris, найбільша нафтова компанія Compagnie Francaise des Petroles і електротехнічна корпорація Thomson-Brand. Група Suez з'явилася після того, як уряд Єгипту, який націоналізував у 1950-х роках Суецький канал, виплатив Франції компенсацію, інвестовану у французьку промисловість. До складу групи увійшли один зі старих колоніальних банків — Banque de l'Indochine, заснований у Парижі в 1875 р. (надалі банк був об'єднаний з Banque de Suez в 1974 р., одержавши назву Banque Indosuez), а також промислові концерни Saint-Gobain, Rhone Poulenc та інші.

³³ Вплив держави проявлявся у тому, що в 1963 р. 60% облігацій, які випускалися в Парижі, були державними або випускалися великими державними підприємствами (Stonham P. Major Stock Markets of Europe / P. Stonham. — L.: Gower, 1982. — P. 70–71).

Японія на новому шляху

В Японії, також сильно зруйнованій під час війни, промислове виробництво знизилося вдсятеро, і довоєнний рівень вдалося відновити тільки 1952 року. Спершу планували виграти на дешевій праці, але незабаром стало ясно, що японські товари втрачають ринки збуту, тому звичними для Азії методами демпінгових цін проблему розв'язати вже не вдасться. Тоді обрали стратегію повної технологічної модернізації японської промисловості, і почалося ще одне економічне чудо — японське.

За планом Доджа в Японію, до 1949 року фактично окуповану американськими військами, потекли капітали зі США. У цей час японська фінансова система та ринок цінних паперів відчували американський вплив набагато більше, ніж в інших країнах. Після реформ, передбачених планом Доджа, і особливо через скасування внутрішніх субсидій відбулося швидке зростання цін, яке досягло 65 %. Потім почався спад промислового виробництва, безробіття і загальна рецесія — її назвали «рецесією Доджа».

Незважаючи на спад, ринок цінних паперів повністю реорганізували. Біржі не отримували дозволи на відкриття доти, поки не погоджувалися працювати за новими правилами. У березні 1947 р. ухвалили закон про цінні папери й біржі (Securities and Exchange Law), який майже повністю повторював аналогічні американські закони 1933–1934 рр., а з початку 1948 р. новий закон почав діяти. У травні 1949 року відкрилися біржі в Токіо, Осаці й Нагої.

Основні промислові компанії, що мали військову спрямованість, були розукрупнені так само, як і в Німеччині. Але надалі, коли післявоєнне відновлення закінчили, ці поділені на частини компанії почали знову об'єднуватися³⁴. Темпи

³⁴ У 1945 р. видали закон про ліквідацію промислово-фінансових груп — дзайбацу. Однак на практиці ліквідували лише холдингові компанії груп Міцуї, Міцубісі, Сумімото та інші. Самі групи підприємств залишилися, тепер ними керували банки з тими самими назвами, що й дзайбацу. Але основна мета була досягнута — фінансово-промислові групи втратили характер сімейних кланів, тому що банкам була не властива така форма сімейної власності, як у японських холдингів. У 1960-ті роки в японській промисловості зберігали свій вплив усі ті самі чотири найбільші групи — Міцуї, Міцубісі, Сумімото та Ясуда. У 1970-ті роки до них додалися Дайїті та Санва. У цих групах усіма питаннями фінансування керував банк, що очолював групу, а збутою продукції займалися торговельні компанії, що входили в групу.

зростання промислового виробництва були безпрецедентними, з 1950 по 1970 рік вони становили в середньому 15 % на рік. Секрет був не тільки в повному відновленні японських підприємств, а й в їхньому оновленні. Японці в післявоєнний період не стали витрачати час на створення власних розробок, а купували готові технології. Цим заощаджувалися не тільки гроші, але й час, і в 1960-ті роки в Японії виникли повністю модернізовані наукомісткі галузі промисловості. Чимале значення мали особливості організації праці й традиції згуртованості. Підприємство вважалося однією родиною, що опікується про всіх працівників. При такому ставленні співробітник просто не міг дозволити собі працювати не з повною віддачею. Фінансування модернізації промисловості відбувалося на 70 % за допомогою банківського кредиту³⁵.

Японське економічне чудо дало свої плоди й на ринку цінних паперів — з 1952 по 1969 р. загальна вартість паперів, що перебували в обігу, зросла з 1,8 до 298,5 млрд єн (з 26 % до 48 % ВВП), а кількість інвесторів, що вкладали свої капітали в цінні папери — з 2 млн³⁶ до 6 млн. Загалом у 1960–1969 рр. обсяги емісії цінних паперів досягли 11,6 трлн єн, і ринок акцій став однією з основних рушійних сил у світі японських корпоративних фінансів³⁷.

³⁵ Його видавали підприємствам ті самі банки, які були в центрі нових фінансово-промислових груп, які прийшли на заміну дзайбацу. Близько 30 % фінансування було пов'язане з інвестуванням заощаджень приватних осіб — у Японії, згідно з традиціями, звичайною справою було відкладати значну частину доходів, щоб потім купувати на ці заощадження акції свого підприємства. За рахунок підвищення продуктивності праці та більш ефективної організації частка витрат на оплату праці в Японії була у декілька разів нижча, ніж в інших країнах (11 % у Японії, 27 % в Англії, 32 % у США) при тому, що величина заробітної плати в Японії була тоді не менше, ніж у розвинених країнах Європи й США.

³⁶ Такі цінні папери становили в середньому 6,9 % вартості всіх національних активів Японії в 1947–1955 рр. (7,8 % у 1970–1973 рр.). Обсяги торгів на Токійській біржі (яка стала основним центром операцій із цінними паперами) збільшилися з 1,3 млн акцій за день у 1949 р. до 70,0 млн у 1959 р. і до 130,4 млн у 1963 р. При цьому вплив інших японських бірж знижувався, а динамічний позабіржовий ринок цінних паперів у ці роки ще не сформувався (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 215, 229).

³⁷ Zielinski R. *Unequal Equities: Power and Risk in Japan's Stock Market* / R. Zielinski, N. Holloway. — Tokyo: Kadansha International, 1991. — P. 161.

*Ігри «биків» і «ведмедів».
Американський ринок цінних паперів
у 1950–1960-ті роки*

Післявоєнне зростання ринку цінних паперів

Закінчення війни на американському ринку цінних паперів спричинило зрозумілий оптимізм — усі чекали нового підйому. На відміну від часу після Першої світової війни, коли багато хто сподівався на відновлення довоєнних динамічних ринків з їхніми великими загальносвітовими зв'язками, у 1945 році таких настроїв вже не було. Ніхто не чекав відновлення того, що було до 1939 року, хоча б тому, що ринки в 1930-х роках були в депресивному стані. Якщо чогось і чекали, то позитивних змін.

Однак біржа тоді переживала найбільше затяжне падіння курсів цінних паперів за весь період з кінця Другої світової війни. Воно почалося в 1946 р. і тривало до 1949 р. Навіть після цього потрібно було ще півтора року, щоб ціни досягли рівня 1946 р. «Такий “ведмежий” ринок виник як наслідок “ведмежої послуги” Федеральної резервної системи», яка підняла вимоги з покриття маржі до 100 %, щоб обмежити післявоєнну спекулятивну лихоманку. Важко переоцінити силу психологічного впливу наслідків Великої депресії, і тому інвестиційний клімат «залишався надзвичайно консервативним»³⁸.

Але підйом все ж таки почався. У Європі і Японії поживлення було пов'язане із планами Маршалла й Доджа та із надходженням американських капіталів, а в США — з участю в післявоєнному відновленні інших країн. Низькі процентні ставки в США трималися на стабільному рівні довго, до кінця 1960-х років. Це забезпечувало стабільне зростання американської економіки і у другій половині 1940-х років, і в 1950-ті роки. Почалися епоха великих американських кор-

³⁸ Ливи Л. За кулісами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вільямс, 2004. — С. 65–66.

порацій, які незабаром стали транснаціональними³⁹, і тривалий період «бичачих» настроїв на зростаючому ринку цінних паперів. Американська економіка лідирувала у світовому масштабі, і це визнавали всі.

Таким чином 1950-ті роки стали цілою епохою — оптимістичною і водночас консервативною. Але вона однаково залишилася в пам'яті американців як час здійснення надій. «Протягом наступних 35 років я поринув у цікаве й багате життя комерційного банкіра, — згадував Девід Рокфеллер післявоєнний час. — За ці роки в мене була не одна можливість обійняти посаду в уряді або стати послом. Я не погодився на ці привабливі пропозиції, однак не шкодую про це, оскільки моя служба в Chase Bank ставила переді мною цікаві й важкі завдання й відкрила мені інші... шляхи до участі в суспільних і державних справах»⁴⁰.

Майже тридцять років, з 1947 по 1975 рік, тривало це «Велике процвітання», коли заробітна плата зростала у всіх, не тільки в топменеджерів. Кожен міг знайти собі роботу з непоганою зарплатою — залежно від спеціальності. Люди отримували достатньо грошей, щоб дозволити собі купувати багато нових товарів. А їхнє масове виробництво стимулювало масове споживання. Як і в 1920-х роках, важко було повірити, що процвітання може закінчитися і що на зміну йому прийдуть 30 років заморожених зарплат і зростання нерівності⁴¹.

Може створюватися враження, що цей період процвітання почався випадково, без цілеспрямованої політики держави. Насправді уряд США відмовився від ідеї націоналізувати промисловість (як це робили соціалісти в Англії та Франції

³⁹ Ці корпорації об'єдналися в декілька фінансово-промислових груп — групу Морганів (п'ять найбільших банків, зокрема JP Morgan, General Motors, General Electric та інші компанії), групу Рокфеллерів (банк Chase Manhattan і корпорація Еххон, яка раніше називалася Standard Oil), Каліфорнійську групу (Bank of America, промислові корпорації Lockheed, Douglas та ін.).

⁴⁰ Рокфеллер Д. Клуб банкирів / Д. Рокфеллер. — М.: Алгоритм, 2012. — С. 71.

⁴¹ З 1945 по 1975 р. щорічний дохід середньої родини (у доларах за курсом 2007 р.) із урахуванням інфляції зріс із 25 тис. до 55 тис. доларів. При цьому наприкінці 1970-х років 1 % найбагатших отримував не більше 9 % ВВП, інші доходи населення розподілялися порівняно рівномірно. У 2007 р., перед кризою, 1 % найбагатших американців одержував 23,5 % ВВП. Щось подібне було у 1928 р. напередодні «Великого краху» 1929 р. (Райх Р. Послешок. Економіка будущего / Р. Райх. — М.: Карьера-пресс, 2012. — С. 5, 50).

в 1950-х роках) і перерозподіляти дохід на користь бідних. Він пішов шляхом створення умов для повної зайнятості та підвищення купівельної спроможності середнього класу разом із соціальним забезпеченням.

У цей час робота банків і фінансових ринків регулювалася набагато більше, ніж наприкінці ХХ століття, а частка кредитного капіталу була набагато меншою. Під час іпотечного кредитування обов'язковим був перший внесок (мінімум 20% загальної вартості), а при отриманні кредиту під заставу акцій його сума не могла бути більше 50% вартості акцій. Частка фінансових компаній у структурі ринку цінних паперів була незначною, і лише деякі акції фінансових компаній були включені в лістинг Нью-Йоркської біржі. Усі міжнародні фінансові операції чітко контролювалися, тому обсяги руху капіталів між країнами були невеликими.

«Після закінчення Другої світової війни фінансова гаузуз відігравала в економіці роль, яка суттєво відрізняється від сьогоденної, — згадує Джордж Сорос. — Працюючи арбітражним трейдером варантів і конвертованих облігацій, я мріяв про створення варантів, які були б не прив'язані до самих акцій, але також торгувалися б на ринку... Я навіть і уявити не міг таку різноманітність синтетичних інструментів, яка зараз торгується на біржах»⁴².

Нью-Йорк став основним фінансовим центром світу, остаточно витіснивши Лондон, а Нью-Йоркська біржа не мала конкурентів у операціях із цінними паперами⁴³. Мабуть, єдине, у чому Нью-Йорк дещо поступався в ті роки Лондону, — це операції з іноземними паперами, які забезпечували доступ на глобальні ринки капіталу. У Лондоні, незважаючи на загальний спад на британському ринку цінних паперів, у 1940-х роках на біржі котирувалося багато іноземних акцій та облігацій. А в Нью-Йорку до них у цей час не було інтересу. У 1947 р. там була випущена міжнародна облігаційна позиція Світового банку, і цим справа обмежилася. Іноземні папери на Нью-Йоркській біржі стали з'являтися пізніше, в 1955–1962 роки⁴⁴.

⁴² Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 124.

⁴³ У середньому цінні папери становили 24,2% вартості всіх національних активів у 1947–1955 рр. і 19,1% у 1970–1973 рр.

⁴⁴ Це були папери південноафриканських компаній, які видобувають золото; малайських каучукових плантацій, а також різних латиноамериканських

У другій половині 1940-х років інвестори все ще обережно ставилися до ринку акцій, надаючи перевагу державним облігаціям. Тоді, як і в середині 1920-х, зростання цін на акції було не більше 1,5 % на рік, тому ці папери не дуже цікавили інвесторів. Навіть у 1950-х роках лише 5 % американців володіли акціями (на відміну від 50 % у 2000 р.). Однак незабаром маятник гойднувся в інший бік, і почався період найвищих темпів зростання курсів акцій, що тривав до 1968 року⁴⁵.

Це зростання спричинило загальний ентузіазм, заснований на наївній вірі, що ціни на ці папери будуть тільки підвищуватися. Негативний досвід 1929 року вже забули, і мало хто замислювався про те, що перегрів ринку може скоро закінчитися. І справді, з 1968 по 1970 рік курси акцій знизилися на 36 %, і рівень прибутковості інвестованого капіталу впав до найнижчого після Другої світової війни рівня. Однак незабаром ціни на акції знову стали швидко підвищуватися й досягли максимуму на початку 1972 року.

Однак загалом ринок акцій у 1972 році не був у сприятливому стані — ці цінні папери стали менш привабливими для інвесторів порівняно з 1960-ми роками. І якщо раніше прибутковість акцій удвічі перевищувала прибутковість облігацій, то тепер облігації стали вигіднішими. Інвестори зрозуміли це і почали змінювати структуру своїх портфелів на користь боргових паперів з фіксованим доходом, позбуваючись акцій. Втім, з кінцем періоду «бичачого» ринку ці інвестори пережили справжній шок від усвідомлення, що курси облігацій можуть так само коливатися, як і курси акцій.

Однак у 1940–1950-х ринок облігацій справді був стабільним як ніколи. Державний борг США в 1945 р. досяг 252 млрд доларів, і ринок цінних паперів заповнили облігації Казначейства. Згодом, у 1950-х роках, державний борг

підприємств. Загальна сума операцій з ними за ці роки становила 4,2 млрд доларів.

⁴⁵ Незважаючи на короткі періоди зниження зростання цін на акції в 1956–1957 і 1961–1962 роках, до 1968 року індекс S&P 500 досяг оцінки 108. За 17 років, з 1951 по 1969 рік, ціни на акції зросли більше ніж у сім разів, у середньому по 11 % на рік, не враховуючи зростання дивідендів — у середньому 3,5 % на рік. Індекс Доу-Джонса зріс із 162 у середині 1949 року до 995 на початку 1966 року (Fisher L. Rates of Return on Investments in Common Stock; the Year-by-Year Record, 1926–1965/ L. Fisher, J. Lorie // The Journal of Business. — 1968. — Vol. XLI. — № 3. — P. 291–316).

став знижуватися, і нове його підвищення почалося в 1960-х роках⁴⁶.

Патріотизм років війни і довге післявоєнне процвітання призвели до збільшення кількості інвесторів, які були готові вкладати свої заощадження в цінні папери. До середини 1960-х їх було 20 млн, а в 1970 р. — 30 млн, хоча лише невелика частина з них була активними інвесторами, що регулярно купували і продавали папери.

Переважна частина інвестицій у державні облігації не проходила через Нью-Йоркську біржу через невідповідні умови комісії. Якщо в роки війни інвестори ще купували частину державних облігацій на біржі, то після 1950 року ці папери повністю зникають із біржових операцій. Ними стали займатися спеціалізовані дилери, які пропонували вигідні умови. У більшості випадків інвестори робили свої замовлення на купівлю-продаж облігацій за допомогою телефону. Таким чином до 1950 р. виник стабільний і високоліквідний позабіржовий ринок державних паперів із денним оборотом 300 млн доларів, і цей телефонний ринок взагалі не потребував послуг Нью-Йоркської біржі.

Операції з корпоративними цінними паперами активізувалися з 1945 р. У другій половині 1940-х років на біржі вдвічі збільшилася кількість нових акцій, але корпоративні облігації відставали від них. І хоча на ринку з'явилося багато нових муніципальних облігацій, загалом обороти біржових операцій із цінними паперами залишалися на рівні військових років. Практично всі операції з державними й муніципальними облігаціями, а також значна частина корпоративних облігацій і привілейованих акцій проходили через позабіржовий ринок. І тільки облігації найбільших і добре відомих компаній потрапляли на Нью-Йоркську біржу. Почасти це пояснювалося тим, що обіг багатьох облігацій був недостатньо масовим, щоб привернути увагу членів біржі, оскільки вони звикли до паперів, які торгувалися більш активно. А почасти — політикою ФРС, яка утримувала фіксовану процентну ставку. Через це корпоративні облігації давали не більше 2,5 % доходу (облігації Казначейства — 2,25 %)⁴⁷.

⁴⁶ У 1970 р. державний борг досяг 301 млрд доларів.

⁴⁷ Правила для здійснення маржевих операцій із цінними паперами також стали суворішими. У 1945 році з ініціативи ФРС гарантійні внески для маржевих операцій із цінними паперами були підвищені з 50 до 75 %, а в 1946 році до

Суворо й жорстка фінансова політика була пов'язана з позицією президента США Гаррі Трумена, який взагалі підозріло ставився до некерованого біржового світу і вважав, що фінансова столиця США має перебувати у Вашингтоні, а не на Уолл-стріт⁴⁸. Мабуть, Трумен був серед тих, хто вірив у змову підступних і корисливих фінансистів з Нью-Йорка, які перекачували у свої кишені гроші з державного бюджету. У будь-якому разі саме під тиском Трумена ФРС утримувала низькі фіксовані ставки, щоб фінансувати витрати уряду на війну в Кореї⁴⁹.

Справа «Сполучені Штати проти Моргана»

У жовтні 1947 року становище на ринку цінних паперів стало налагоджуватися, і Міністерство юстиції з ініціативи міністра Тома Кларка почало новий етап боротьби із трестами. Зв'язки між Morgan Stanley і J. P. Morgan, а також між компаніями Моргана й банківським синдикатом з National City Bank і First National Bank показували, що найбільші інвестиційні банки зберігають свою владу над американською промисловістю. У роки загального посилення державного регулювання було вирішено нарешті покінчити із впливом Морганів, який часто не відповідав інтересам держави.

Почалося судове розслідування, яке тривало кілька років і дістало назву «Сполучені Штати проти Генрі С. Моргана та інших» (United States vs. Henry S. Morgan et al). Під час судового розслідування висувалися обвинувачення в тому, що існує таємна змова Морганів з метою усунення конкуренції й монополізації найбільш прибуткових операцій в інвестиційному фінансуванні⁵⁰. Ті 17 банків і фінансових компаній, що

100 %. Це призвело до того, що кількість таких операцій зменшилася, а операції із цінними паперами потрібно було проводити за готівку.

⁴⁸ Truman H. Memoirs / H. Truman. — 3 vols. Vol. 2. Years of Trial and Hope. — N. Y.: Doubleday, 1956. — P. 45.

⁴⁹ Військовий конфлікт 1950–1953 рр. між Північною та Південною Кореями, у якому брали участь США та Китай (підтримуваний Радянським Союзом).

⁵⁰ Medina H. Corrected opinion of Harold R. Medina, United States circuit judge in United States of America, plaintiff v. Henry S. Morgan, Harold Stanley, et al. / H. Medina. — N. Y.: Southern District, 1954. — P. 2.

проходили у цій справі, були основними джерелами фінансування для більшої частини промислових підприємств США, хоча в самому цьому факті нічого протизаконного не було.

Формально після видання в 1934 р. закону Гласса — Стіголла інвестиційні компанії мали припинити операції із цінними паперами. Однак під час слідства з'ясувалося, що всі 17 компаній, проти яких висували обвинувачення в змові, були тісно пов'язані із трестом Моргана⁵¹. У питанні про наявність цілеспрямованої змови (з чого почалося розслідування) суд зайняв принципову позицію та відхилив позов Міністерства юстиції. У жовтні 1953 року після розгляду всіх показань суддя Г. Медина заявив, що підозри в змові необґрунтовані. Кожна з обвинувачуваних компаній дотримувалася власної політики на ринку цінних паперів, вибудовуючи відносини з партнерами й конкурентами згідно із звичною практикою. І не було ніяких змов або таємних угод, що згадувалися в позові. Так, завдяки цьому висновку тема змови банкірів з Уолл-стріт (яка неодноразово порушувалася в першій половині XX століття, особливо після кризи 1929 року) була остаточно закрита.

Під час судового процесу багато разів обговорювалися методи роботи інвестиційних банків, як і механізми одержання ними прибутків. І в цьому теж не було жодного шахрайства — звичайний фінансовий бізнес. Так нарешті вдалося відмовитися від багатьох неадекватних стереотипів щодо біржі та ринків цінних паперів, які сформувалися ще за часів Великої депресії.

Початок підйому 1950-х років

Підйом 1950-х років у США, мабуть, не мав собі рівних. Почасти він був схожий на бурхливі 1920-ті роки, але багато в чому відрізнявся. Не було в ньому штучного буму, спекулятивної гарячки й надування пузирів — все це замінило стабільне економічне зростання, пов'язане не стільки із закінчен-

⁵¹ Union Securities Corporation виявилася філією J. & W. Seligman and Company; Morgan Stanley and Company — продовженням J. P. Morgan and Company. Те саме стосувалося Blyth and Company, National City Company та інших учасників, які проходили у цій справі.

ням Другої світової війни, скільки з довгоочікуваним виходом Америки з Великої депресії. Військові замовлення пожвавили промисловість, створили нові робочі місця та цим симулювали підйом на фінансових ринках. До того ж Сполучені Штати постраждали від війни набагато менше, ніж інші країни.

У період післявоєнного зростання 1950-х років урядам здавалося, що вони можуть легко керувати економікою своїх країн, продовживши планування, почате у військові роки. Роботи з відбудови було багато, тому й безробіття залишалося на низькому рівні. І хоча в цей час вистачало труднощів (у Великій Британії дефіцит продуктів харчування зберігався багато років після війни, як і продуктів картки), ті роки в Штатах і Англії всі називали післявоєнним «золотим століттям», а у Франції — «славним тридцятиріччям». І справді, в 1950-ті й 1960-ті роки темпи зростання ВВП були помітно вищими, ніж у 1970-ті або в 1990-ті роки⁵².

Пояснення тривалого стійкого економічного зростання в післявоєнний період були різними, зокрема пов'язаними зі спробою відродити епоху «британської глобалізації», яка закінчилася після Першої світової війни⁵³. Мабуть, у зруйнованих війною Європі або Японії мало хто думав про глобальну економіку початку ХХ століття, що безповоротно залишилася в минулому. Основними рушійними силами післявоєнного підйому були прагнення відновити економіку і не відставати в технологічних інноваціях⁵⁴. З 1950 по 1970 р. рівень життя зріс утричі, а безробіття залишалося рекордно низьким, 0,5–4 % у країнах Західної Європи⁵⁵.

У цей час Америка стала державою середнього класу. Бідність і соціальна нерівність не зникли, але були на деякий час забуті — більшість американців з ними не зустрічалося.

⁵² У 1950–1973 рр. у США — 3,9 %, у 1973–1998 рр. — 3,0 %; в Англії — 2,9 % і 2,0 %; у Франції — 5,1 % і 2,1 %, у Німеччині — 5,7 % і 1,8 % відповідно.

⁵³ Janossy F. The End of the Economic Miracle: appearance and reality in economic development / F. Janossy. — N. Y.: International Arts and Sciences Press, 1971.

⁵⁴ Символами цих інновацій були нові моделі автомобілів, радіоприймачів, телевізорів, холодильників і телефонів. Більше ніж у половини американських родин був автомобіль, 75 % родин у США мали пральну машину в 1950 р., у Європі — тільки в 1970 р. Телефон у 1950-х роках мали 70 % американських родин, у 1970 р. — 94 %, а в Англії або Франції — тільки половина родин (Койл Д. ВВП: краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. — М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. — С. 60).

⁵⁵ Згадаємо, що в 2012 році в Іспанії або Греції він досягав 25 %.

І якщо в 1920-х роках суспільство було політично поляризованим, і праві не збиралися миритися з лівими, то 1950-ті роки стали часом політичного компромісу. Республіканці й демократи мали схожі думки з багатьох питань, а фермери заявляли, що якщо сільськогосподарські субсидії називати соціалізмом, то вони теж вважають себе соціалістами. «Навіть у маленьких містечках... американці виглядають як задоволені життям представники середнього класу. Люди не жирують, але дуже багато хто з них процвітає — набагато більше, ніж будь-коли раніше»⁵⁶.

У 1950-х роках поширилася віра в те, що споживчий бум і загальне зростання рівня життя призведе до того, що суспільство споживання стане безкласовим, створюючи для всіх рівні можливості. Життєва філософія рівних можливостей, яка стала символом Америки, проголошувалася в книзі «Шукачі статусу»⁵⁷, популярній у 1959 році. І хоча безкласовим суспільством рівних можливостей Америка так і не стала, віра в доступність успіху для всіх виявилася в п'ятдесяти роки стимулом для багатьох.

Про змову фінансистів говорити припинили, а збільшення інвестицій разом зі зростанням споживання створювали умови для «бичачих» настроїв на ринку цінних паперів і початку безперервної гри на підвищення, яка тривала 15 років — до 1969-го. «Сполучені Штати увійшли у фазу економічного зростання, яка супроводжувалася різким збільшенням попиту на кредит. Разом із тим, як банківський кредит ставав усе менш доступним, компанії зверталися до небанківських джерел фінансування», як-от страхові компанії та пенсійні фонди, «і почали випускати власні комерційні папери»⁵⁸.

Інвестори одразу відреагували на зміну настрою ринку — вони хотіли отримати свій дохід від зростання промислового

⁵⁶ Josephy A. The U. S.: A Strong and Stable Land / A. Josephy // Time. — 1953. — 14 Sept. У 1950-ті роки знизився також розрив у добробуті різних прошарків суспільства — доходи найбагатших (1 % населення) зменшилися на 30 % порівняно з кінцем 1920-х років, а податки значно зросли (Piketty T. Income Inequality in the United States, 1913–1998 / T. Piketty, E. Saez // Quarterly Journal of Economics. — 2003. — № 1 (118). — P. 1–39).

⁵⁷ Packard V. The status seekers: an exploration of class behavior in America and the hidden barriers that affect you, your community, your future / V. Packard. — N. Y.: David McKay, 1959.

⁵⁸ Рокфеллер Д. Клуб банкіров / Д. Рокфеллер. — М.: Алгоритм, 2012. — С. 118.

виробництва й технологічного прогресу. У 1950-ті роки мати свого біржового брокера, який дає рекомендації щодо правильного інвестування, стало ознакою гарного тону, так само як мати свого психоаналітика. Кількість дрібних індивідуальних інвесторів (як і дрібних акціонерів) швидко збільшувалася. Більше стало і посередників, які надавали дрібним інвесторам фінансові послуги.

Інвестиційний бум стимулювало загальне підвищення доходів⁵⁹, і настрій 1950-х років справді чимось нагадував бурхливі 1920-ті. Державні органи, що регулювали ринок цінних паперів (зокрема ФРС), не перешкоджали підйому. А завдяки збільшенню емісії цінних паперів компаній та активній рекламі нових акцій вільні капітали інвесторів (в основному із середнього класу) спрямовувалися на ринок цінних паперів.

У центрі уваги тоді були акції таких інноваційних компаній, як Motorola і Zenith (сьогодні ми б назвали їх високотехнологічними), виробників телевізорів. Не відставали від них фармацевтичні підприємства, що випускали нові медикаменти, а також виробники автомобілів, кондиціонерів, холодильників та іншої побутової техніки.

Справжнє пожвавлення на ринку цінних паперів почалося в 1953 році, коли на зміну Гаррі Трумену та його адміністрації, які підозрювали фінансовий світ у підступних змовах, прийшов президент від республіканської партії Дуайт Ейзенхауер (на посаді у 1953–1961 рр.). Республіканці не були при владі 25 років, із часів Куліджа й Гувера, і ця партія асоціювалася в усіх з економічним підйомом 1920-х років. Ейзенхауер був вірним загальній стратегії республіканців — якнайменше втручатися в діяльність ринків.

Для боротьби з інфляцією уряд Ейзенхауера почав проводити політику обмеження кредитної експансії, що спричинило спад промислового виробництва, який тривав з липня 1953-го до лютого 1954 року. Зниження виробництва досягло 10 %, а безробіття збільшилося втричі. Втім, з появою перших ознак рецесії уряд відмовився від планів обмеження кредитів і почав стимулювати кредити на житлове будівництво.

⁵⁹ Середній дохід родини потенційних інвесторів становив у 1950-х роках 7,5 тис. доларів. У 1920-х роках він був набагато нижче, приблизно 1,2 тис. доларів (Гейст Ч. История Уолл-Стрит / Ч. Гейст. — М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. — С. 319).

Насамперед адміністрація нового президента зупинила збільшення державних витрат. Відповідно, зменшилися обсяги емісії державних облігацій, що дало можливість інвесторам спрямувати вільні капітали в корпоративні й муніципальні облігації, кількість яких в обігу почала збільшуватися. Особливо це стосувалося муніципальних облігацій, пов'язаних із бумом на ринку нерухомості. Загальне зростання доходів зробило для багатьох реальністю американську мрію про котедж у передмісті, із зеленою галявиною перед вікнами — наочний символ добробуту.

Збільшення кількості нових паперів і обсягів операцій з ними призвело до того, що з 1950 по 1960 рік удвічі збільшилася кількість філій брокерських компаній, які займалися продажами цінних паперів. Усе частіше рекламувалися інвестиції в акції, здавалося б, надовго забуті після краху 1929 року й Великої депресії. Нью-Йоркська біржа щодо цього діяла обережно, включаючи в котирування лише ті акції, за якими хоча б п'ятдесят років стабільно виплачувалися дивіденди⁶⁰. Це сприймалося як гарантія надійності компаній.

Однак у 1950-ті роки індивідуальні інвестори не дуже поспішали занурюватися у світ цінних паперів — їх набагато більше цікавили капіталовкладення в житлову нерухомість, більш зрозумілі та надійніші. Основну активність в операціях із цінними паперами в цей час проявляли інституціональні інвестори, зокрема взаємні фонди.

Початок 1950-х років був позначений декількома скандалами на Американській фондовій біржі (AMEX) — найбільшій після Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE⁶¹), пов'язаних із торгівлею незареєстрованими акціями й маніпуляцією цінами на них⁶². Стало ясно, що репутація цієї біржі значно

⁶⁰ За акціями восьми компаній (Pennsylvania Railroad та ін.) дивіденди стабільно виплачувалися не менше ста років, ще по сотні акцій — не менше п'ятдесяти.

⁶¹ Історія AMEX почалася в 1911 р., коли учасники позабіржового ринку, які збиралися для операцій з акціями на вулицях, створили асоціацію New York Curb Market Association. Докладніше див.: Bruchey S. Modernization of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. — N. Y.: Routledge, 1991. — P. 19–33.

⁶² У 1951 р. на посаду президента біржі запросили фінансового аналітика Едварда Маккорміка, який раніше був членом Комісії з цінних паперів і бірж. Щоб стимулювати роботу біржі, він включив у котирування велику кількість нових акцій, зокрема сумнівної якості. Ще один провідний член біржі, Едвард

поступається NYSE і в її роботі потрібні зміни. У 1953 р. біржа дістала свою сучасну назву — American Stock Exchange, що мало символізувати якщо не повне, то хоча б часткове відновлення. Однак у ті десятиліття вона ще значно поступалася NYSE і тільки на початку 1970-х років наблизилася до неї за кількістю включених у котирування паперів.

Питання репутації тоді мали вирішальне значення. «Торгівля на Уолл-стріт залишалася в ті роки найбільш аристократичним бізнесом в Америці... Для того щоб потрапити в компанію Morgan Stanley, недостатньо було бути білим протестантом англосаксонського походження, був потрібен диплом Принстонського університету. І, звичайно, великою допомогою були родинні зв'язки... Оскільки компанії могли позичити капітал тільки в родин своїх партнерів, бізнес зазвичай переходив від батьків до синів». Тому членство в такому привілейованому співтоваристві «на початку 1950-х років було так само ризикованим у сенсі фінансових втрат, як і спорідненість з королем Саудівської Аравії в середині 1970-х»⁶³.

Спад 1955 року та новий підйом

Перший період гри на підвищення, що тривав до 1957 р., був позначений спадом у вересні 1955 р., коли в газетах з'явилися повідомлення про серцевий напад у президента Ейзенхауера. Почалися масові продажі акцій (за один день було продано 8 млн цінних паперів), ціни впали, і збитки від різниці курсів становили 14 млрд доларів. Політика президента щодо скорочення державних витрат стимулювала ринок цінних паперів, і всі боялися, що якщо Ейзенхауер залишить свою посаду за станом здоров'я, фінансова політика держави може змінитися. І тоді маятник може гойднутися в інший бік, як це вже було за часів Трумена. Однак Ейзенхауер одужав, і адміністрація президента продовжувала проводити той самий курс на скоро-

Еліот, був залучений у протизаконні операції з корисливою метою. Коли ці факти набули розголос і почався скандал, з'ясувалося, що в подібних зловживаннях брали участь також інші члени біржі.

⁶³ Ливи Л. За кулисами Уолл-Стріт / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вільямс, 2004. — С. 65.

чення державних витрат. Але в наступному, 1956 р., з'явилися перші ознаки наближення економічного спаду. У січні 1957 р. Ейзенхауер, обраний на другий президентський термін, обіцяв новий економічний підйом. Але з вересня 1957 р. по квітень 1958 р. виробництво знизилося на 14,8%. За глибиною цього зниження, а також за кількістю банкрутств і зростанню безробіття це був найглибший спад з 1945 року.

Новий підйом справді скоро почався, і він був пов'язаний з гонкою озброєнь. Запуск першого радянського супутника 4 жовтня 1957 року сприйняли у США як ознаку відставання, яке потрібно якнайшвидше подолати⁶⁴. Держава не шкодувала грошей на військові замовлення, і на ринку цінних паперів акції компаній військової промисловості стали основним предметом спекулятивної гри⁶⁵. Швидко зростаючий ринок залучав до себе нових і нових інвесторів. З 1949 по 1959 р. кількість індивідуальних інвесторів зросла вдвічі. Їхні операції становили 55% обороту біржі, інституційних інвесторів — 25% і членів біржі — 20%. Половина індивідуальних інвесторів була з Нью-Йорка, решта з інших штатів⁶⁶.

Так на хвилі військових замовлень наприкінці 1950-х років почався ажіотаж навколо акцій нових і швидко зростаючих компаній. У той час улюбленим словом було «зростання», йому надавали якогось магічного значення. Головне, щоб компанія зростала, все інше другорядне. Тому такі перспективні компанії, що швидко розвивалися, як IBM або Texas Instruments, продавали в 1959 році свої акції з 80-кратною нормою прибутку. Через рік, у 1960-му, це вже було неможливо, і прибутковість опустилася до 20–30%⁶⁷. Зрозуміло, що подібна оцінка акцій не могла бути заснована на класичному принципі «міцного фундаменту», але інвестори вірили, що цінні папери справді можна буде продати за такою ціною.

⁶⁴ Американці також готували до запуску свій супутник, але коли СРСР їх випередив, це стало справжнім шоком.

⁶⁵ У цей час у список найпопулярніших для спекулятивних операцій акцій (крім добре відомих корпорацій US Steel, American Motors, Studebaker Packard, IBM Corporation, AT&T) увійшли папери недавно створених компаній, які швидко піднялися на гонці озброєнь — Raytheon, Texas Instruments, Litton Industries, Loral Electronics та інших.

⁶⁶ Гейсст Ч. Р. История Уолл-Стрит / Ч. Р. Гейсст. — М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. — С. 327.

⁶⁷ Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-Стрит / Б. Г. Мэлкил. — Минск: Попурри, 2006. — С. 55.

Люди старшого віку пам'ятали про події 1929 року і казали, що нізащо не стануть купувати ці переоцінені акції. Але молоді були впевнені, що всі куплені папери наступного дня будуть коштувати удвічі дорожче. Так воно загалом і було.

У 1959–1962 роках почався бум акціонерного засновництва — його назвали «бум електроніки», і в цей час створили безліч нових акціонерних компаній. Багато хто з них не мав відношення до електроніки, але досить було додати в назву згадку про якусь «троніку»⁶⁸, щоб акції вдвічі зросли в ціні. Зрозуміло, що через декілька років акції більшості цих компаній уже не коштували нічого.

У 1962 році бум закінчився, але він дав поштовх для брокерських фірм, які переживали свій розквіт⁶⁹. Змінилося й ставлення до брокерів — у 1930-х роках їх вважали спекулянтами, які займалися сумнівною діяльністю. У 1940-х роках в роботі брокера і фінансиста теж нічого престижного не було⁷⁰. Але до кінця 1950-х років брокери стали шанованою професійною групою, яка за статусом наближалася до директорів компаній. Ще більший престиж набули інвестиційні банкіри (такі як Чарльз Аллен з Allen and Company або Кларенс Діллон із Dillon Read).

Тим часом підходив до кінця другий термін перебування на посаді президента Ейзенхауера, ліберально налаштованого щодо фінансових ринків. Під час його президентства біржі та ринок цінних паперів переживали свій розквіт. Однак багато в чому цей підйом був пов'язаний з початком гонкою озброєнь і зростанням впливу військово-промислового комплексу. Ейзенхауер розумів, до чого це може призвести, і не раз попереджав про небезпеку збільшення впливу військових компаній, які хотіли стати монополістами. У свій прощаль-

⁶⁸ Як у компаніях тих років Dutron, Vulcatron, Circuitronics, Videotronics, Electrosonics та інших подібних. Особливо смішною виглядає сьогодні назва Powertron Ultrasonics.

⁶⁹ Найбільшою з них була Merrill Lynch, яка створила в середині 1950-х років розгалужену брокерську мережу, орієнтовану на дрібних індивідуальних інвесторів. Впливовими були також брокерські компанії E. F. Hutton, Bache and Company, Paine Webber, F. I. du Pont, Dean Witter та інші.

⁷⁰ Коли в 1948 році «я почав свою кар'єру... як молодший фінансовий аналітик, — згадував Л. Ліві, — Уолл-стріт ще не був популярним місцем роботи — надто багато доль було покалічено крахом біржі та Великою депресією. Багато досить здібних людей надавали перевагу урядовим закладам» (Ліві Л. За кулисами Уолл-Стріт / Л. Ліві, Ю. Линден. — М.: Вільямс, 2004. — С. 64).

ній промові він говорив, що «щорічно на оборону ми витрачаємо суму, яка перевищує чистий прибуток усіх корпорацій США... Нам потрібно вжити заходів обережності проти випадкового або навмисного набуття військово-промисловим комплексом надмірного впливу»⁷¹.

Нестабільність на ринках на початку 1960-х років

У січні 1961 р. президентом став Джон Кеннеді (1961–1963), представник Демократичної партії з родини політиків і фінансистів⁷². Під час війни він був командиром торпедного катера, а в 1947 р. почав політичну кар'єру й був обраний сенатором від штату Массачусетс. Образ президента Кеннеді набув популярності головним чином через драматичну історію його вбивства в 1963 р., яке так і залишилося до кінця незрозумілим. Про цю історію написано багато, тому немає сенсу її тут повторювати. Можна сперечатися, чи справді власники великих корпорацій вирішили позбутися незручного для них президента, але економічна політика Кеннеді їм явно не сподобалася.

У цей час американська економіка переживала спад 1960–1961 рр. через жорстку монетарну політику, яка проводилася для підвищення довіри до долара. Після обрання Кеннеді, який обіцяв «нові рубежі», на ринках почалося нетривале пожвавлення. Однак у першій половині 1962 р. темпи зростання сповільнилися, обсяги інвестицій у промисловість зменшилися, а безробіття зупинилося на рівні 5,5%. Призупинення спаду стало основним економічним завданням адміністрації нового президента, але способи обрали не зовсім вірний.

Кеннеді став домагатися зниження цін на сталь, вважаючи їх завищеними і що їхнє зниження допоможе стимулювати економіку. Така політика президента спричинила конфронтацію з U. S. Steel Corporation та іншими сталеливарними

⁷¹ Eisenhower D. The White House Years: Waging Peace, 1956–1961 / D. Eisenhower. — N. Y.: Doubleday, 1965. — P. 661.

⁷² Батько Джона, фінансист Джозеф Кеннеді (президент правління банку Columbia Trust), надалі став послом США в Англії.

компаніями, які принципово вирішили ще більше підняти ціни на сталь. А Кеннеді теж принципово домігся скасування цього рішення. Після цього відносини з великими корпораціями були остаточно зіпсовані. Кеннеді втратив їхню довіру, наживши собі серйозних ворогів. Останньою краплею стали чутки про те, що Кеннеді хотів обмежити права ФРС і позбавити її монополії на емісію банкнот.

Проблеми для економіки й фінансів створювала також зовнішня політика Кеннеді — невдала операція проти Куби з метою повалення Кастро у квітні 1961 р., Берлінська криза у другій половині 1961 р., початок прямого військового втручання у В'єтнамі з 1961 р. (яке призвело до затяжної війни, у якій США програли), Карибська криза в середині 1962 р. Усі ці події, що посилювали міжнародну напруженість і поставили світ на межу нової глобальної війни, не могли не впливати на чутливий світ фінансових ринків.

У травні 1962 р. на біржі почалася паніка, масовий продаж паперів і швидке падіння курсів акцій, найбільше після 1929 р. Лише за один день, 28 травня, індекс Доу-Джонса знизився на 6 %. Це одразу нагадало страшні часи краху 1929 року і спричинило загальне занепокоєння. Наступного дня індекс повернувся до колишнього рівня й навіть трохи збільшився. Таке швидке відновлення фінансового ринку, мабуть, не мало аналогів, але свідчило лише про його нестабільність. Черговий спад на біржі, коли ринкові індекси знизилися на 3 %, відбувся в день убивства Кеннеді 22 листопада 1963 р., що було очікуваним. О 14-й годині біржу закрили, щоб уникнути паніки. Але на той час багато інвесторів уже зазнали збитків, тому що після повідомлення про вбивство президента біржові фахівці не встигали обробляти всі заявки на купівлю-продаж паперів.

Спадкоємцем Кеннеді став Ліндон Джонсон (1963–1969), представник Демократичної партії, який був при Кеннеді віцепрезидентом. При Джонсоні Америка повністю занурилася у в'єтнамську війну, що призвело до падіння популярності президента. Почався масовий антивоєнний рух, який швидко переріс у загальні соціальні заворушення кінця 1960-х років. Про той час добре сказав сучасник подій, економіст Пол Кругман: «Шістдесяті роки були часом хіпі й студентів-радикалів... війни й протесту. Було б нерозумно стверджувати, що все це не мало значення. Але події такого роду віді-

грали... незначну роль у закладанні основ для тих змін, які відбулися в економічній політиці США в наступні тридцять років». Однак уроки, засвоєні республіканцями щодо того, «як користуватися культурною реакцією суспільства, ще згодяться консервативному руху в майбутніх десятиліттях, хоча джерела роздратування перемістилися від хіпі й злочинності до абортів і гомосексуальних шлюбів»⁷³.

Фінансові ринки в часи Джонсона були спокійними з тенденцією до стійкого зростання, і ринкові індекси досягали часом максимально високих значень. Процентні ставки збільшувалися так само, як і темпи інфляції (у 1960-х роках вони зросли вдвічі з 2,5 до 5 % за рік).

Мода на конгломерати

Тривала епоха «бичачого» ринку, яка почалася в 1950-ті роки, створила хвилю злиттів, найсильнішу після масового створення трестів наприкінці XIX століття. Сенс злиттів і поглинань був у тому, що багато компаній, які не давали прибутку, можна було купити за ціною набагато нижчою, ніж довелося б витратити на заснування нової фірми. Інвестори зрозуміли, що якщо дві компанії з оборотом по 2 млн доларів об'єднуються, це може стимулювати зростання, тому їхній сукупний оборот може бути вже не чотири, а п'ять або шість мільйонів.

Антитрестівське законодавство не дозволяло великим корпораціям приєднувати до себе компанії тієї самої галузі, але не забороняло приєднувати фірми, що працюють в інших галузях. Захоплення конгломератами в 1960-х роках підкріплювалося в основному тим, що дозволяло збільшити прибутковість акцій без якихось капітальних витрат і підвищення продуктивності праці. Надалі до цієї ідеї поверталися знову й знову — і під час буму злиттів і поглинань за допомогою сміттевих облігацій у 1980-х, і під час буму прямих інвестицій у 2000-х роках.

У 1960-х роках багато з успішних компаній підвищили свої доходи в десятки разів, вільних капіталів у них було достатньо, і вони активно шукали нові об'єкти поглинання.

⁷³ Кругман П. Кредо либерала / П. Кругман. — М.: Изд-во «Европа», 2009. — С. 105.

Характерним прикладом була пов'язана з військовою промисловістю Litton Industries, яка виробляла електроніку. Вона швидко поглинала інші компанії, причому не тільки в електронній промисловості. Така політика вважалася диверсифікацією, і незабаром Litton Industries стала одним із перших конгломератів. Їхня ідея була простою — об'єднання групи компаній, що працюють у різних сферах, допомагало підтримувати сукупний прибуток групи навіть при збитках у деяких галузях, забезпечуючи виживання компанії-конгломерату.

Справжній бум створення конгломератів почався наприкінці 1960-х років, коли керівники кількох високотехнологічних компаній (Textron, Teledyne, LTV), що розбагатіли на військових замовленнях під час в'єтнамської війни, зрозуміли, що їм закінчення неминуче призведе до скорочення їхніх доходів. Тоді вони вирішили використовувати свої акції, поки вони ще мали високі котирування, для придбання інших компаній, не пов'язаних із військовою промисловістю. Завдяки цьому в них прибуток на одну акцію продовжував зростати, збільшувалося також відношення ринкової ціни до прибутку.

Цей приклад наслідували інші, і навіть нічим не примітним компаніям вдавалося збільшити співвідношення ринкової ціни акції до прибутку лише завдяки публічному оголошенню про намір придбати якусь фірму. Були розроблені особливі методи бухгалтерського обліку, які завищували зростання прибутковості від придбання інших компаній. Завдяки цим методам у підприємствах, які купували, спрощувалася операційна діяльність і перерозподілялися активи⁷⁴.

Під час моди на конгломерати значні прибутки отримували інвестиційні банки, які займалися організацією злиттів⁷⁵.

⁷⁴ «Невірна концепція, яка була в основі буму конгломератів, полягала в наступному: вважалося, що компанії мають оцінюватися відповідно до зростання їхнього доходу на акцію, незалежно від того, за рахунок чого досягалося це зростання. Це невірне уявлення активно експлуатували багато менеджерів, які використовували свої акції із завищеною ціною для придбання на вигідних умовах, і це призводило до ще більшого роздування ціни їхніх власних акцій» (Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 81).

⁷⁵ Прибуток банків за цими операціями залежав від суми угоди і був чималим. Оскільки під час створення конгломератів відбувалося поглинання компаній, які діяли в різних галузях, ці операції не підпадали під дію антитрестівського законодавства і створювали утруднення для SEC — Комісії з цінних паперів

Під час продажу акцій конгломератів інвесторам брокери наголошували на диверсифікованості ризиків, тому що інвестиції в конгломерати справді були більш надійними. Втім, усе це передбачало, що котирування акцій зростатимуть разом із розширенням конгломерату. Але гарантувати таке зростання при нестабільному ринку ніхто не міг. Не все було так добре, як здавалося на перший погляд, і заявлену прибутковість більшості конгломератів завищили приблизно на 40 %.

Незабаром конгломерати досягли своїх меж зростання. Щоб зберегти прибутковість акцій, потрібні були більш масштабні придбання, що почало дратувати впливові еліти. І коли Сол Стейнберг із Reliance Group вирішив придбати Chemical Bank, ці плани зустріли серйозну протидію. Потім почалося падіння цін, а без завищеної оцінки акцій придбання інших компаній втратило сенс. Стали розкриватися внутрішні проблеми конгломератів, і це посилювало невдоволення інвесторів.

А з початком рецесії 1970-х років багато великих конгломератів розпалися. Коли їхні акції стали знижуватися в ціні, почався процес розукрупнення конгломератів, які відмовлялися від придбаних раніше компаній. До того ж уряд визнав конгломерати різновидом трестів, після чого багато масштабних злиттів стали блокуватися.

Взаємні фонди

Перші взаємні фонди (mutual funds) з'явилися як різновид інвестиційних фондів у Нідерландах та Англії. У США їхня історія почалася в 1890-х роках, а під час буму 1920-х років взаємні фонди набули популярності (найвідомішим був Massachusetts Investors Trust). Після краху 1929 р. розвиток взаємних фондів загальмувався. Швидко їхнє зростання почалося в 1950-х роках, коли кількість таких фондів збільши-

і бірж. За словами голови комісії Мануеля Коена, конгломерати стали «однією із найбільш серйозних проблем для структури американської промисловості», потребуючи заходів, «аналогічних тим, які були використані після хвилі злиттів, що охопила комунальні холдингові компанії в 1920-х роках» (Цит. за: Seligman J. The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance / J. Seligman. — Boston: Houghton Mifflin, 1982. — P. 417).

лася вдсятеро. Подібно до страхових агентів, представники фондів часто самі приходили до потенційних інвесторів, рекламуючи вигідність вкладення заощаджень у цінні папери та пропонуючи придбати їх за готівку.

Взаємні фонди того часу були невеликими порівняно з тими величезними компаніями, через які сьогодні проходять трильйони доларів. Це був спокійний, урівноважений сектор ринку, і в ньому домінували бостонські фірми — Fidelity, Putnam, State Street, Mass Mutual. Хоча взаємні фонди майже повністю усували характерний для брокерів конфлікт інтересів між бажанням заробити комісійні та відповідальністю за клієнтів, інвестиційні банки ставилися до взаємних фондів зневажливо.

Секрет швидкого зростання взаємних фондів був у тому, що вони добре відповідали потребам інвесторів. У 1950-х роках кількість дрібних індивідуальних інвесторів помітно збільшилася, але більшість із них не дуже розуміли тонкощі роботи фінансових ринків. Та й не було в них мети в цих тонкощах розбиратися. Інвесторам потрібні були прості й зручні посередники, які запропонували б декілька вигідних варіантів вкладення заощаджень, надавши хоча б часткові (якщо не повні) гарантії збереження капіталів.

Таким посередником стали взаємні фонди. Сама назва — mutual funds — добре передає сутність їхньої діяльності. Ці фонди поєднували капітали багатьох дрібних інвесторів, які не могли (або не хотіли) самотійно виходити на ринки. Фонди пропонували інвесторам професійне управління, а в разі вдалого ходу справ — непогану прибутковість інвестицій. Інвестори купували акції фондів, а ті вкладали отримані гроші в цінні папери промислових та інших компаній. Під час вибору акцій для формування портфелів кожен фонд орієнтувався на власну мету — або зростання й розширення фонду, або максимізація прибутку. За рахунок диверсифікованості портфеля в інвесторів з'являлася можливість одержувати більш стабільний дохід, ніж при вкладенні капіталів в акції окремих компаній, курси яких могли знизитися.

Однак було б невірно говорити, що вкладення капіталів у взаємні фонди було вільним від ризиків і завжди гарантувало прибуток. Багато фондів обирали папери для інвестиційного портфеля не дуже вдало, а найбільше інвестори були незадоволені розміром комісійної винагороди фондів.

Тому в 1960-х роках взаємні фонди, попри всі райдужні обіцянки з їхнього боку, вважалися досить ризикованими фінансовими посередниками. Незважаючи на це, кількість взаємних фондів швидко зростала, і в 1970 р. у США їх було близько 360 із загальним обсягом активів 48 млрд доларів⁷⁶. Багатьом вдавалося досягти непоганої прибутковості інвестицій завдяки вдало підбраному складу портфеля цінних паперів. Найбільше прославилася компанія Бернарда Корнфельда, яка в 1960-х роках стала символом успіху взаємних фондів.

Бернард Корнфельд

Берні Корнфельд був колоритною персоною, мало схожим на солідних фінансистів з Уолл-стріт. У дитинстві його називали Бенно, і він народився в Стамбулі в серпні 1927 р. Його батько Леон, румунський єврей, починав свій шлях як театральний актор, потім став імпресаріо й продюсером кіно, відкривши відділення своєї фірми у Відні та Стамбулі. Його кар'єра зненацька закінчилася після того, як він у Стамбулі провалився через вікно на даху й покалічився. У 1930 р. родина переселилася в Нью-Йорк, де Леон знайшов роботу викладача німецької літератури. У 1933 р. він помер, і шестирічного Бенно виховувала мати Іда, друга дружина Леона. Вона походила із заможної єврейської родини, що розбагатіла в Російській імперії, але втратила все під час революції 1917 року. Після смерті чоловіка Іда працювала по 20 годин на добу медсестрою й виховала Бернарда в дусі працьовитості й наполегливості, що потім дуже згодилося йому в бізнесі. Мати мала на Корнфельда сильний вплив, хоча її симпатії до російського царизму були зовсім не близькі Берні. Про вплив матері свідчить і те, що коли Корнфельд став багатим, знаменитим і оточеним багатьма жінками (а він був справжнім бабієм, *womanizer*, як називають таких в Америці), він продовжував жити з літньою матір'ю.

Юність Берні пройшла в Брукліні, там він став соціальним працівником, потім почав займатися дрібною торгівлею. До середини XX століття Корнфельд не мав відношення до фінансового бізнесу, а в 1950-х роках зайнявся продажем

⁷⁶ Fink M. The Rise of Mutual Funds: An Insider's View / M. Fink. — Oxford: Oxford University Press, 2011. — P. 63.

акцій взаємних фондів, вважаючи цю справу прибутковою. І він не помилився. У 1956 р. Корнфельд приїхав до Парижу, де планував продавати акції американських взаємних фондів (в основному Dreufus Fund) тим американцям, які жили у Франції. «Невисокий чоловік справляв прекрасне враження; він трохи заїкався під час розмови, але знав п'ять мов», — згадував знайомий з ним сучасник⁷⁷.

Корнфельд мав рідкісний талант відчувати настрої ринку, тому він і зрозумів, що акції взаємних фондів матимуть добрий попит. Однак у США діяльність фондів контролювалася Комісією з цінних паперів і бірж. Тоді Бернарду спала на думку геніальна за своєю простотою ідея — заснувати фонд за межами США, щоб продавати його акції не тільки американцям, які живуть в інших країнах, а всім охочим. Його фонд із назвою «Послуги для інвесторів, які живуть за кордоном» (Investors Overseas Services, IOS) був заснований у Панамі, головний офіс знаходився у Швейцарії. Це був офшорний інвестиційний фонд відкритого типу, у раду директорів входили колишній губернатор Каліфорнії Пет Браун і Джеймс Рузвельт (син президента Франкліна Рузвельта).

Ще однієї фішкою, яка приваблювала клієнтів до фонду Берні, була його улюблена ідея «народного капіталізму», адже Корнфельд обіцяв, що кожен інвестор може розбагатіти незалежно від величини вкладеного капіталу. Рекламним слоганом агентів фонду стали слова: «Do You Sincerely Want to be Rich?» («Ви справді хочете стати багатим?»). Багатство, доступне для всіх, — ці слова були дуже привабливими в 1960-х, в час суспільних рухів за громадянські права і модних розмов про демократизацію.

Клієнтів у нього вистачало, фонд IOS став знаменитий, про нього заговорили, і почалося ажіотажне придбання акцій. Спершу наполегливі агенти фонду продавали його цінні папери американцям, які жили в інших країнах (їх було в той час більше 2 млн), особливо американським військовослужбовцям. Потім папери фонду стали продавати всім охочим іноземцям. Серед його клієнтів були гонконгські торговці й кенійські білі поселенці, французькі власники каучукових плантацій у Лаосі та В'єтнамі, бельгійські власники шахт

⁷⁷ Ливи Л. За кулісами Уолл-Стріт / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вільямс, 2004. — С. 139.

у Конго, ліванці із Західної Африки та багато інших. Незабаром більшу половину клієнтів IOS становили німці.

Час розквіту фонду збігався з підйомом офшорного євродоларового ринку в Лондоні, і послуги, які пропонував клієнтам Корнфельд, були дуже своєчасні. Слава про фонд Берні швидко поширювалася і справляла враження навіть на досвідчених фінансистів. Усі розуміли, що IOS має велику купівельну спроможність, і відомі корпорації звертали-ся до фонду з пропозиціями придбати на вигідних умовах великі пакети їхніх акцій. За десять років капітали, що були під управлінням фонду, досягли 10 млрд доларів, і керівники фонду були впевнені, що ще через десять років ця сума зросте до 100 млрд. Незабаром був заснований суперфонд Fund of Funds — холдингова компанія, яка керувала декількома іншими фондами, що належали IOS. Сумарні активи цього «Фонду фондів» досягали в період розквіту 420–450 млн доларів⁷⁸.

Розбагатівши, Корнфельд вів розкішний спосіб життя — купував не тільки банки на Багамах, у Люксембурзі й Швейцарії, але й замки у Франції. Його оточували найкрасивіші жінки, найдорожчі автомобілі, кращі яхти й приватні літаки. Так Берні та його фонд стали яскравим символом успіху, до якого він прийшов з нуля.

На акції фонду був великий попит через їхнє швидке зростання, а також завдяки заявам, що часто повторювалися в рекламі, про повну анонімність будь-яких даних про інвесторів. Тому їх влаштовувала висока винагорода за послуги (5 % від суми інвестицій). По суті IOS став великою офшорною компанією, яка надавала можливість інвесторам ухилятися від сплати податків, бо різні фонди, що управлялися Корнфельдом, були зареєстровані в Канаді та інших країнах.

Однак до кінця 1960-х років IOS вичерпав свої можливості, після чого у нього почалися проблеми — як і в інших взаємних фондів. Перша хвиля захоплення ними вже минула, а друга ще не почалася. У середині 1969 р. IOS випустив велику кількість нових акцій, значну частину яких придбали керівники IOS та інших пов'язаних із ним фондів, взявши для

⁷⁸ Arenson K. Anderson Firm is Found Guilty of Fraud / K. Arenson // The New York Times. — 1981. — Nov. 5. Сфера інтересів «Фонду фондів» була настільки широкою, що стосувалася навіть видобутку нафти. З підрозділу фонду, який займався нафтовим бізнесом, надалі виникла велика нафтова компанія Global Natural Resources.

цього кредити. Близько 15 % цих паперів купив сам Берні. Але коли наприкінці 1969 року закінчився тривалий період «бичачих» настроїв на ринку й почався помітний спад, курс акцій IOS знизився, і багато із власників великих пакетів цих паперів мали великі збитки. У цей скрутний час з'явився Роберт Веско із пропозицією купити IOS. Спершу Корнфельд відмовився, але подітися було нікуди — IOS потребував капіталів, а в інших взаємних фондів теж почалися проблеми.

Роберт Веско, уродженець індустріального Детройту, знаменитого своєю автомобільною промисловістю, у молодості був простим робітником. За різні правопорушення він мав проблеми з поліцією, але це не перешкодило йому досягти свого. У штаті Нью-Джерсі він заснував власну компанію з багатозначною, хоча й не дуже зрозумілою назвою International Controls Corporation (ICC). Незабаром ICC стала модним конгломератом і власником 24 інших компаній, а обсяг її продажів зріс із 1 млн до 100 млн доларів. Секрет зростання був у мистецтві гри на різниці цін між паперами з фіксованою й нефіксованою прибутковістю.

Поки на ринку тривав тренд на підвищення, у Веско справи йшли добре. Але коли в 1969 р. цей тренд закінчився, в ICC почався дефіцит коштів. Тому Веско і зацікавив IOS Корнфельда. Однак коли Берні продав свій фонд, стало зрозуміло, що метою Веско було не вивести IOS із кризи, а викачати з компанії все, що можна. Таким чином він одержав 220 млн доларів. Те ж саме він робив з іншими фондами. Зібравши в такий спосіб 500 млн доларів, Веско зник, і його оголосили у міжнародний розшук.

Його ім'я знову згадали в 1974 р., коли проти Джона Мітчелла, міністра юстиції в адміністрації президента Річарда Ніксона, і міністра торгівлі Моріса Станса висунули обвинувачення у зв'язку з фондом Веско — переважно через його участь у фінансуванні кампанії з повторного переобрання Ніксона. З'ясувалося, що Веско надавав фінансову підтримку Ліндену Піндліну, який таємно пожертвував 200 тис. доларів Комітету з переобрання Річарда Ніксона. Ця історія додала негативу під час Уотергейтського скандалу⁷⁹, а ім'я Ніксона було остаточно дискредитоване.

⁷⁹ Політичний скандал у 1972–1974 рр. мав широкий розголос і закінчився достроковою відставкою президента Річарда Ніксона.

А Корнфельд, продавши свою компанію IOS Роберту Ве-ско, оселився в Беверлі-Хіллз, де вів розкішний спосіб життя, займаючись кінематографічним бізнесом. Однак колишні справи нагадали про себе, коли під час поїздки в Женеvu Берні заарештували і він провів рік у швейцарській в'язниці. Суд вирішив, що він ухилявся від подання інформації про отриманий прибуток під час останнього продажу акцій свого фонду. А його прибуток, за чутками, тоді досягав 7 млн доларів.

Помер Берні Корнфельд у 1994 р. у Лондоні від пневмонії у віці 67 років. «Дрібний торговець із Брукліну, що став найбільшою фігурою у світі американських взаємних фондів... і перетворив свою компанію на фінансову імперію вартістю 2,5 млрд доларів»⁸⁰, — писала в некролозі Діана Енрікес із New York Times.

Equity Funding Corporation

Одним із найбільших взаємних фондів став Equity Funding Corporation з Лос-Анджелесу, заснований Стенлі Голдблюмом. У 1960-х роках цей фонд входив до числа найпопулярніших, і його папери постійно мали високі ринкові ціни. Equity Funding Corporation називали дивом Уолл-стріт і компанією, яка зростала швидше за інші. А потім зненацька для всіх з'ясувалося, що керівництво фонду звинувачують у 64 тисячах фальшивих операцій на суму 2 млрд доларів, підробці облігацій на 25 млн доларів і розкраданні активів на 100 млн доларів.

Стенлі Голдблюм розпочав свій шлях простим агентом у страховій компанії, де доля звела його з генератором ідей Гордоном Маккорміком, який однак не вмів їх реалізовувати. Однієї з таких ідей був новий фінансовий інструмент, який справив враження на Голдблюма. Для цього потрібно було поєднати страховий поліс і акції взаємного фонду, щоб клієнт одержував страховий поліс, але не платив за нього гроші.

Схема була простою. Клієнт купував акції фонду, стаючи власником частки його активів. Потім він обирав оптимальний для нього страховий поліс. Внески за цим полісом опла-

⁸⁰ Henriques D. Bernard Cornfield, 67, Dies: Led Flamboyant Mutual Fund / D. Henriques // The New York Times. — 1995. — March 2.

чували дивідендами, одержуваними від акцій фонду. Оскільки ринок у цей час зростав, передбачалося, що курс акцій і дивіденди також будуть зростати, і незабаром страхова буде достроково сплачена. Подальші дивіденди будуть прибутком клієнта, який отримав крім того ще й страховий поліс. Такий гібридний продукт був характерний більше для Англії, а в Америці ніколи раніше його не використовували. Але, як показали подальші події, американські інвестори купували його дуже охоче.

Залишалося створити фірму, яка управляє одночасно пайовим фондом і страховою компанією. У 1960 р. була заснована Equity Funding Corporation. Президентом компанії став Стенлі Голдблум, головою правління — Майкл Ріордан. Продажі гібридного страхового продукту швидко зростали. Нова стратегія страхування, об'єднана з інвестиціями в акції, справила потрібне враження на інвесторів. За п'ять років ринкова ціна акцій фонду підвищилася з 6 до 90 доларів. Крім численних індивідуальних інвесторів серед клієнтів Equity Funding Corporation були великі фонди (зокрема створені для фінансування університетів), які вирішили збільшити свої капітали.

Проблема була в тому, що гібридний страховий інструмент, хоча й був вигідний інвесторам, не приносив достатнього прибутку компанії. Тому в 1965 р. Стенлі Голдблум вирішив почати фальсифікацію звітності — для подальшого просування на ринку йому потрібна була висока прибутковість, і якщо її не було насправді, залишалося цю прибутковість вигадати. Незабаром усі заговорили про рекордні показники зростання компанії. Але залишався невирішеним основне питання: звідки брати реальні гроші?

Радикальну ідею подав новий компаньйон Голдблума, Фред Левін. Він запропонував оформляти фіктивні страхові поліси на неіснуючих клієнтів, потім перепродавати їх, одержуючи 80 % від суми страховки. На той час Equity Funding Corporation мала високу репутацію, і перепродані поліси охоче купували інші компанії. Про те, що це фіктивні поліси на неіснуючих клієнтів, ніхто не здогадувався. У разі аудиторських перевірок надавалися всі документи для вибірково взятих клієнтів, а безпосередньо спілкуватися із самими клієнтами в аудиторів не було заведено. Тому підробку документів так і не вдавалося викрити.

Завдяки аферам Левіна активи компанії за три роки зросли з 9 до 500 млн доларів, а річний дохід — з 620 тис. доларів до 26 млн. У 1972 році акції Equity Funding Corporation вважалися найвигіднішими для інвесторів серед 500 цінних паперів фінансових компаній. На момент розквіту компанії Голдблум збагатився на 30 млн доларів, за іронією долі ставши головою комітету з етики лос-анджелеського відділення Національної асоціації біржових дилерів (NASD), де виголошував емоційні промови про необхідність постійної боротьби із шахраями.

Усе було добре, поки в 1973 році один із менеджерів фонду, Рональд Секріст, не вирішив, що йому видали недостатню премію на Різдво. Розлютившись, він зізнався фінансовому аналітику Рею Дірксу, що фонд випускає фальшиві страхові поліси (їх було більше половини) і продає страховим компаніям, привласнюючи отримані від цих операцій гроші. Почалося розслідування, яке встановило, що фонд справді обманював не тільки інвесторів, але й аудиторів разом з інвестиційними банкірами. Коли в 1973 р. про шахрайство фонду було офіційно оголошено, його акції повністю впали в ціні, а втрати інвесторів досягли 300 млн доларів. Почався скандал, і за один тиждень капіталізація Нью-Йоркської біржі знизилася на 15 млрд доларів.

Голдблум і Левін викрутилися порівняно легко — їм дали лише чотири й два з половиною роки в'язниці відповідно. Найбільше неприємностей було в Рея Діркса. Судовий позов на нього порушили аналітики Equity Funding Corporation, вимагаючи стягнути з нього збитки в розмірі 100 млн доларів. А Нью-Йоркська біржа загрожувала йому заборонаю роботи з будь-якими клієнтами за порушення правил біржі та розголошення конфіденційної інформації.

Однак Діркс не здавався й вирішив проявити наполегливість, доводячи, що афери Equity Funding Corporation стосуються проблеми дотримання стандартів звітності й правил Комісії з цінних паперів і бірж. Особливо критично він висловлювався щодо Нью-Йоркської фондової біржі, заявивши, що вона «рекламує безпеку й надійність вкладення капіталів у цінні папери зареєстрованих на біржі компаній, хоча, по суті, є не тільки застарілою, а й небезпечною системою, яку зберігають

тільки для зручності її членів»⁸¹. Боротьба Діркса з Комісією з цінних паперів і бірж тривала десять років, але не принесла йому нічого доброго. Аналітика додатково звинуватили у зв'язках із проблемною Caiman Islands Reinsurance Corporation, і зрештою Дірксу довелося залишити світ Уолл-стріт, щоб із нуля починати скромний консалтинговий бізнес.

Крах Equity Funding Corporation став найбільшим у 1970-х роках на американському фінансовому ринку (фонд IOS був, по суті, офшорною компанією та перебував за межами США). Сумарні втрати інвесторів під час краху цих двох компаній досягли 800 млн доларів. Так, зі скандалами, завершувалася тривала епоха зростання і «бичачих» настроїв на американському ринку цінних паперів.

Підсумки епохи «бичачого» ринку 1950–1960-х років

Епоха тривалого зростання, що почалася в 1953 р., знала кілька тимчасових спадів і періодів нестабільності, але загалом цей час увійшов в історію як період загального підйому, подібного до того, який був потім у 1990-х роках. За більше ніж 15 років усі ринкові індекси зросли вчетверо, у стільки ж разів підвищилася ціна місця на Нью-Йоркській біржі. Дивіденди за акціями збільшилися в середньому вп'ятеро, а сумарна кількість акцій, що торгувалися на біржі, ушестеро⁸².

Індивідуальних інвесторів, які володіли акціями, також стало значно більше — 6,5 млн у 1952 р. і 20 млн осіб у 1970 р. (близько 10 % населення США — 205,1 млн)⁸³. Якщо в 1950-х роках ці інвестори надавали перевагу облігаціям, не довіряючи акціям, то в 1960-х роках вони почали впевнено купувати акції. Разом із цим збільшувалося значення інститу-

⁸¹ Dirks R. The Great Wall Street Scandal / R. Dirks, L. Gross. — N. Y.: McGraw-Hill, 1974. — P. 6.

⁸² Загальний оборот усіх американських бірж збільшився з 18,1 млрд доларів у 1945 р. до 22,8 млрд у 1950 р., 46,9 млрд у 1960 р. і 136,5 млрд у 1970 р. (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 222).

⁸³ Гейст Ч. Р. История Уолл-Стрит / Ч. Р. Гейст. — М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. — С. 346.

ційних інвесторів — страхових і трастових компаній, пенсійних фондів, а також взаємних фондів⁸⁴.

Закінчення епохи зростання і нетривалої кризи 1969–1971 рр. було відзначено збільшенням кількості банкрутств⁸⁵. Після того як наприкінці 1960-х років почалося загальне зниження курсів цінних паперів, багато інвесторів не змогли повернути онкольні кредити, які вони брали для гри на біржі. Ентузіазм інвесторів став помітно слабшати. Почасти це було пов'язано з тим, що їхні капіталовкладення на ринку цінних паперів ніяк не були застраховані на відміну від банківських депозитів. Усе трималося на довірі до брокерів та інших посередників, зокрема взаємних фондів. Будь-який скандал, пов'язаний із фінансовими посередниками, цю довіру зменшував. А інвесторів, які мали збитки, вже важко було переконати в доцільності подальшого вкладення капіталів.

У 1971 р. Конгрес вирішив створити Корпорацію для захисту інвесторів у цінні папери — Securities Investor Protection Corporation, SIPC⁸⁶. Ця організація мала ті самі функції, що й Федеральна корпорація зі страхування депозитів. Після цього рахунки інвесторів, відкриті в брокерів, були застраховані від шахрайства незалежно від того, що могло відбутися із самим брокером. Такий захід підвищив загальну безпеку інвестицій у цінні папери⁸⁷.

⁸⁴ У 1952 році інституційні інвестори проводили 25 % усіх операцій з акціями на Нью-Йоркській біржі (57 % — індивідуальні інвестори, 18 % — члени біржі), а в 1969 році — 42 % операцій (33 % — індивідуальні інвестори, 24 % — члени біржі).

⁸⁵ Загалом у 1960-х збанкрутувало більше 150 компаній — членів Нью-Йоркської біржі; у 1950-х — тільки одна. Особливо посилилася хвиля банкрутств наприкінці 1960-х років, коли припинили існування McDonnel and Company, Pickard and Company, Blair and Company і багато інших. Частина з них була поглинена більшими учасниками ринку, так само як Merrill Lynch поглинула одну з найбільших брокерських компаній Goodbody and Company.

⁸⁶ Корпорація захищала інтереси великих інвесторів, які мали не менше 500 тис. доларів у цінних паперах.

⁸⁷ Ще однією проблемою для інвесторів стали завищені комісійні брокерів. За традицією, на Нью-Йоркській біржі комісійні були фіксованими, що тривалий час вважалося нормальним. Однак інвестори із цим не погоджувалися, пропонуючи запровадити договірні комісійні. У такому разі брокерам довелося б узяти на себе видатки з підготовки аналітичних оглядів ринку, які вони зазвичай розсилали інвесторам (при фіксованих комісійних вартість цих аналітичних досліджень була включена у винагороду брокера). А це означало зниження розміру реального комісійного прибутку брокера.

Зміни відбулися також в організації продажів цінних паперів. Великі старі компанії (такі як Morgan Stanley) замість того, щоб традиційно наймати додаткових брокерів, почали створювати в себе відділи продажів паперів інституційним інвесторам. Усе частіше великі пакети акцій продавалися в обхід біржі. Завдяки таким оптовим продажам великі фінансові компанії могли запропонувати своїм клієнтам менші ціни, ніж на біржі. Нові імена з'явилися також в андеррайтингу цінних паперів. Цей бізнес стали захоплювати Salomon Brothers, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Blyth and Company.

З початку 1970-х оптимізм епохи зростання поволі йшов у минуле, так само як ізольованість американського фінансового ринку, на якому учасники довго вірили, що їх не хвилюють проблеми інших країн. У наступне десятиліття ця віра стала згасати.

Спад у 1970–1981-х роках

Економічна політика президента Ніксона

З кінця 1960-х років почала зростати інфляція, вона стала максимальною на початку 1980-х. Разом з інфляцією підвищувалися процентні ставки, які досягли в 1970-х найбільшого рівня. Усе це супроводжувалося (уперше після часів Великої депресії) соціальною напруженістю та масовим незадоволенням. Однак на фінансовому ринку в це десятиліття були створені нові інструменти страхування інвестицій в акції та облігації. Завдяки цьому вдалося уникнути масового відходу інвесторів з ринку в час, не найкращий для фінансового бізнесу.

Позиції долара у світовій фінансовій системі залишалися твердими до середини 1960-х років, а потім разом із розширення післявоєнного підйому в країнах Європи почалося посилення німецької марки і японської єни (британський фунт

після декількох девальвацій остаточно здав свої позиції). За таких умов в середині 1971 р. відбулося скасування Бреттон-Вудської валютної системи.

На початку 1969 р. у США до влади прийшов Річард Ніксон, президент від Республіканської партії (1969–1974), який обіцяв закінчити війну у В'єтнамі, оскільки вона вже спричинила загальне незадоволення. Американську економіку він отримав у несприятливому стані: індекс Доу-Джонса знизився на 700 пунктів. Профспілки боролися за підвищення заробітної плати, але це означало, що ціни на продукцію будуть зростати. Споживачів такі зміни, звісно, не влаштовували.

Так нове десятиліття почалося з інфляції й загального зростання цін. Долар втрачав купівельну спроможність, і це непокоїло інвесторів. У 1960-х подібна проблема вже була із британським фунтом, після чого довелося його кілька разів девальвувати. Британський прем'єр-міністр Гарольд Вільсон тоді не став особливо розбиратися в реальному стані справ у британській економіці й заявив, що в проблемах з фунтом винні міжнародні спекулянти — «цюрихські гноми», як він їх називав.

А на Уолл-стріт становище тим часом погіршувалося. Якщо в 1966–1969 рр. комісійні інвестиційних банкірів постійно зростали через бум злиттів, то в 1970 р. на фінансових ринках почалася справжня криза з масовими банкрутствами компаній. Брокерські контори не справлялися з потоком акцій, викинутих на ринок. Щоб стабілізувати становище на біржі, створили антикризовий Комітет нагляду Нью-Йоркської фондової біржі. Його очолив Фелікс Рогатин⁸⁸, виконавчий директор одного з найбільших інвестиційних банків Lazard Freres & Co.

Криза 1970 року стала найбільшим випробуванням для американського фінансового ринку після 1929 р. «Ми дивилися на світ крізь призму індексу Доу-Джонса на рівні 650 пунктів... війни у В'єтнамі й Камбоджі, розстрілу студентської демонстрації в Кент-Стейті — і ми не знали, куди ми котимося; і тому світ уявляли у похмурих тонах», — згадував про ті дні Фелікс Рогатин⁸⁹.

⁸⁸ Фелікс Рогатин (Felix Rohatyn) народився в 1928 р. у Відні, його батьки були євреями з українського міста Рогатин.

⁸⁹ Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. — К.: Companion Group, 2009. — С. 135.

Міністр фінансів Джон Коннеллі (один з основних радників президента Ніксона) у боротьбі із кризою був прихильником рішучих заходів, пропонуючи девальвацію долара й відмову від обміну долара на золото. За словами головного економіста ФРС Роберта Соломона, проблема Коннеллі була в тому, що йому не вистачало «широти... для розуміння, що саме потрібно зробити для поліпшення економічного добробуту США»⁹⁰. Однак пропозицією міністра фінансів загалом скористалися.

Президент Ніксон 15 серпня 1971 р. у виступі по телебаченню привселюдно оголосив про свій план заморозити на три місяці зарплату й ціни, а також обмежив конвертованість долара в золото, звинувативши у всіх лихах за прикладом Вільсона міжнародних валютних спекулянтів. За словами Ніксона, «в останні сім років щороку відбувалася міжнародна валютна криза. Кому вигідні ці кризи? Не робітників, не інвесторів й не реальним виробникам багатств. У виграші міжнародні валютні спекулянти. Вони процвітають на кризах, і вони ж допомагають створювати їх. В останні тижні спекулянти вели тотальну війну проти американського долара. Однак сила валюти країни ґрунтується на силі її економіки. Американська економіка на сьогодні є найсильнішою у світі. Тому я доручив міністрові фінансів США вжити необхідних заходів, щоб захистити долар від спекулянтів»⁹¹. Ніксон разом із Коннеллі вважали, що завдяки цьому вдасться підвищити вартість імпортних товарів, і водночас знизити ціни на товари, експортовані з Америки. По суті, йшлося про послаблення долара та про шокову терапію (вона навіть дістала назву «ніксоновський шок»). Біржі відреагували на такі новини позитивно. На Нью-Йоркській біржі за один день продали рекордну кількість акцій — 31 млн, а індекс Доу-Джонса зріс на 32 пункти і досяг 889.

А от іноземні інвестори, довідавшись про ці новини, стали масово позбуватися від доларів. Неважко собі уявити, яка паніка почалася на світових валютних ринках. Головною проблемою була відмова США від золотого стандарту, і тому ви-

⁹⁰ Solomon R. The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View / R. Solomon. — N. Y.: Harpers and Row, 1977. — P. 191.

⁹¹ Nixon R. Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace. August 15, 1971 / R. Nixon. — <http://www.presidency.ucsb.edu>

никли побоювання, що знизився золотий еквівалент долара. Багато хто вважав, що після запровадження плаваючих валютних курсів долари більше нікому не будуть потрібні. Найбільшої гостроти нестабільність на світових валютних ринках досягла наприкінці 1972 року, коли вартість долара ще більше знизилася, а інших валют зросла.

Нафтовий шок

«У другій половині 1960-х років у Сполучених Штатах багато чого змінювалося: музичні смаки молоді, стиль чоловічих зачісок і довжина жіночих спідниць. Мінялося все, крім ціни на бензин. Дешеві джерела енергії, зокрема бензин, що коштував близько 30 центів за галон», стали «невід'ємним правом для більшості американців. Цей золотий час скінчився в грудні 1973 року»⁹².

Коли валютна криза торкнулася нафтовидобувних країн, їхній прибуток почав знижуватися. До того ж арабські країни оголосили ембарго на постачання нафти до США. Це були санкції за американську підтримку Ізраїлю під час арабо-ізраїльської війни 1973 р. Так виникла нова проблема — підвищення цін на нафту майже вдвічі, про який оголосила Організація країн — експортерів нафти (ОПЕК). Ціни на бензин в Америці з 30 центів до 1,2 долара. Для споживачів це був шок, який посилювався чутками про те, що нафтова криза — нібито наслідок змови «підступних арабських шейхів». А ціни на нафту продовжували зростати, за півтора року збільшилися більш ніж учетверо.

Ніксон після поразки у В'єтнамі не міг застосувати силу проти «зрадників» із Близького Сходу й відправив туди на переговори державного секретаря Генрі Кіссінджера. За чутками, було укладено таємну угоду про те, що всі країни мають купувати нафту тільки за долари (які для цього потрібно було придбати в США), а прибуток від продажу нафти вкладати в американську фінансову систему. Арабські шейхи так і робили — у що ж їм було вкладати доходи, як не в американські цінні папери? Втім, невдовзі розбагатілі експортери нафти швид-

⁹² Рокфеллер Д. Клуб банкіров / Д. Рокфеллер. — М.: Алгоритм, 2012. — С. 199. У США 1 галон — 3,78 літра.

ко зрозуміли, що долари можна вкладати не тільки в Америці, а й в Англії чи Швейцарії. Це призвело до несподіваного перерозподілу інвестицій і зміцнення самостійного європейського фінансового ринку, який все менше залежав від США.

Після першого нафтового шоку 1973 року багато американських банків і фінансових компаній стали працювати з нафтодоларами. Починався міжнародний кредитний бум. Оскільки основна частина операцій з нафтодоларами й міжнародними кредитами проводилася за межами США, банки почали створювати міжнародні холдинги, щоб уникнути вимог подавати звітність за жорсткими американськими стандартами⁹³. Найбільший бум таких кредитних операцій був з 1973 по 1979 рік, призвівши до загального зростання інфляції, характерного для всього цього десятиліття.

Американські фінансові ринки одразу відреагували на зростання цін на нафту. Наприкінці 1973 р. і на початку 1974 р. процентна ставка стала рости, а біржові індекси помітно знизилися. На ринку акцій почався застій — компанії користувалися переважно ринком облігацій, де прибутковість підвищилася. Тим часом посилювався загальний спад економічної активності, спричинений дорогими нафтопродуктами. Цей спад закінчився кризою 1974–1975 рр., найсильнішою з часів «Великого краху» 1929 року. Почавшись восени 1973 р. через підвищення цін на нафту, криза досягла найбільшої глибини в другій половині 1974 року⁹⁴.

⁹³ На початку 1970-х років американські банки були дуже консервативними установами — їхню діяльність обмежувало багато законів. Пам'ять про банківську кризу початку 1930-х років і про часи Великої депресії була ще жива, тому прагнення до стабільності й безпеки часто ставало важливішим за основну мету банківського бізнесу — отримання прибутку. Це призводило до того, що можливості для розширення діяльності банків були обмеженими. Часто ці обмеження стосувалися навіть мережі банківських відділень. Втім, у цей час банківський сектор уже став оживати (у США найбільш прогресивні тенденції були пов'язані з First National City Bank і активністю його керівника Уолтера Рістона). Стали створювати нові фінансові інструменти, і прибутковість капіталу в деяких банках перевищила 10 %. А з 1972 року почалося підвищення цін банківських акцій, і ті інвестори, які вчасно помітили це, змогли одержати близько 50 % доходу.

⁹⁴ Надалі на ринку цінних паперів через зростання вартості нафти в центрі уваги опинилися швидко зростаючі акції нафтових компаній, котирування яких постійно підвищувалися. Прибутки Exxon Corporation, одного з найбільших виробників нафти, до середини 1973 р. зросли на 50 %, під кінець року — на 90 %. Приблизно так само збільшувалися прибутки інших нафтових компаній, як і прибутковість їхніх акцій.

Стало ясно, що «золота» епоха післявоєнного підйому вже закінчилася. Настали непевні часи — після підвищення цін на нафту в 1973 і 1975 роках почалася рецесія: ВВП знижувався, а інфляція зростала. До середини 1970-х років в Англії інфляція досягала 24%, зростання ВВП було нульовим, а дефіцит платіжного балансу виявився настільки великим, що довелося звернутися по допомогу до МВФ. Не набагато кращою ситуація була в США, де доводилося витратити величезні кошти на війну у В'єтнамі та на перегони озброєнь. У 1975 р. ВВП став скорочуватися, а інфляція перевищила 10%. Рецесія обтяжувалася тривалою холодною війною і протистоянням Заходу та країн радянського блоку. А коли світ два десятиліття живе під загрозою ядерної війни, це не додає оптимізму.

Криза ідеї соціальної держави

Спад 1970-х років торкнувся більшості розвинених країн (крім, хіба що, Японії). Стрибок цін на нафту був найпомітнішою, хоча й не головною причиною цього спаду, пов'язаного з невдачею в реалізації ідеї соціальної держави загального добробуту (welfare state) з обов'язковими витратами на соціальне забезпечення, медичне страхування тощо.

На відміну від чистої ринкової економіки, де ніхто нікому нічого не гарантує і кожний живе як може, в welfare state держава має брати на себе зобов'язання з підтримки певного рівня життя громадян. Ідея welfare state поширилася в 1960-х роках — час масових рухів за демократизацію суспільства, що проходили під знаком свободи.

В Англії така мета була поставлена ще в середині 1940-х років, а з 1952 р. почали діяти нові закони про державну охорону здоров'я, нові програми страхування здоров'я й допомоги у зв'язку з безробіттям. Ці плани збігалися за часом із правлінням партії лейбористів, які проводили націоналізацію великих промислових підприємств і банків, після чого почався тривалий період стагнації⁹⁵. Ще з часів імперії Велика Британія звикла жити невідповідно до своїх статків, і щоб упоратися з фінансовими проблемами, новий уряд партії

⁹⁵ Частка Англії у світовому промисловому виробництві знизилася з 11,4% у 1938 р. до 9,6% у 1950 р. і 3,3% у 2000 р.

консерваторів у середині 1950-х років намагався скоротити внутрішнє споживання. Були ліквідовані субсидії та збільшені податки. У поєднанні з підвищенням процентної ставки це призвело до того, що в 1955–1958 рр. економічне зростання в Англії практично призупинилося, хоча в інших країнах Європи це були роки найбільшого післявоєнного підйому. Дещо подібне почалося також у середині 1960-х років, коли уряд лейбористів закликав до добровільного обмеження зростання доходів, скоротивши витрати на соціальні потреби й замороживши підвищення заробітної плати⁹⁶.

У 1970-іх роках в Англії багатьом стало зрозуміло, що експеримент зі створення соціальної держави не вдавсь. Система державного страхування перетворилася на нескінченні дотації з боку держави разом із надмірно високими податками⁹⁷. Звичайною справою стали спроби обману під час одержання різних пільг. Ті, хто багато й добре працював, отримували за свою працю недостатньо. А ті, хто не хотів працювати, могли довго жити на допомогу у зв'язку з безробіттям. Справа дійшла до того, що напередодні приходу до влади Маргарет Тетчер (прем'єр-міністр у 1970–1990 рр.) у Великій Британії почалася стагфляція — стагнація в економіці за умов високого рівня інфляції.

Не набагато кращим було тоді становище у США. Про програму боротьби з бідністю й державу загального добробуту говорив ще президент Ліндон Джонсон у 1964 р. У цьому самому році видали закон про економічні можливості (Economic Opportunity Act), а потім з'явилося декілька інших програм соціальної спрямованості. Соціальні виплати зросли з 4 % ВВП у 1959 р. до 9 % у 1975 р. Вони передбачали витрати на соціальне страхування, підтримку гарантованого рівня заробітної плати та на медичне страхування. Однак, як

⁹⁶ У Франції почата соціалістами програма націоналізації призвела (як і в Англії) до того, що якщо з 1950-х до 1970-х років промислове виробництво зростало в середньому на 4 % за рік, то в 1980–1985 рр. воно стало скорочуватися на 0,1 % за рік.

⁹⁷ Хоча соціальні платежі в Англії зросли з 2,2 % ВВП у 1930 р. до 10 % у 1960 р., 13 % у 1970 р. і 17 % у 1980 р., соціальні програми потребували значної частини бюджету, у той час як економічне зростання загальмувалося. У 1960–1970 рр. приріст ВВП на душу працюючого населення становив лише 2,8 % (у Японії в ці роки — 8,1 %) (Tsukada H. *Economic Globalization and the Citizens Welfare State: Sweden, UK, Japan, US* / H. Tsukada. — Burlington: Ashgate, 2002. — P. 96).

і в Англії, продуктивність праці знижувалася, інфляція зростала, а спад на ринках поглиблювався.

А от Японія й Німеччина стали прикладом вдалого втілення в життя проєкту держави загального добробуту. Особливо успішною була в цьому Японія, де одразу після закінчення війни створили пенсійну систему (у ній 10% витрат брала на себе держава) і систему страхування. Наприкінці 1970-х років, коли в США, Англії та Франції в економіці почалася стагнація, японці впевнено заявляли, що живуть у державі загального добробуту⁹⁸. Японська економіка тоді процвітала, і в 1968 р. вийшла на друге місце у світі після США. Однак криза на початку 1990-х поклала край японському економічному чуду — почався тривалий період стагнації. Краще пішла справа в скандинавських країнах⁹⁹ і Німеччині¹⁰⁰, де модель соціальної держави виявилася загалом цілком життєздатною, і тому продовжує існувати.

Спад у другій половині 1970-х років

На американському фінансовому ринку середина 1970-х років виявилася депресивною, особливо — спад 1974–1975 рр. Головна причина була проста й зрозуміла — зростання цін на нафту. Якщо з 1960 по 1970 р. кількість власників акцій збільшилася з 20 до 30 млн, то до 1975 р. зменшилася до 5 млн. Інвестори відчували загальний настрій спаду, після чого почався їхній масовий вихід з ринку акцій. Такий спад спричинило поєднання декількох несприятливих обставин на американському ринку цінних паперів.

Середина 1970-х років була часом глибоких змін на Уолл-стріт, і багато відомих маклерських фірм або були

⁹⁸ Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. — Vol. 5. — № 1. — P. 21.

⁹⁹ У 1975 році у Швеції на соціальні програми витрачали 31% ВВП, майже вдвічі більше, ніж в Англії та втричі більше, ніж у Японії (Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. — Vol. 5. № 1. — P. 9; Frieden J. Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century / J. Frieden. — N. Y.: Norton, 2006. — P. 298–299).

¹⁰⁰ У Західній Німеччині соціально орієнтована економіка почала формуватися ще в післявоєнні роки. Для фінансування соціальних програм німецькі компанії мали віддавати державі більше 60% своїх доходів.

поглинені, або припинили існування. Основним джерелом прихованої напруженості стали складні взаємини між Нью-Йоркською фондовою біржею та Комісією з цінних паперів і бірж (SEC). Чим більше біржа намагалася захистити свої інтереси, тим більше вона входила в конфлікт із SEC. Це призвело до розширення позабіржового ринку, який не підкорявся ані біржі, ані SEC. До цієї напруженості додалися помітне зниження дивідендів за акціями в 1975 р. через загальний економічний застій і рішення Нью-Йоркської біржі з 1 травня 1975 р. скасувати фіксовану комісію на брокерські послуги.

Фіксовані комісійні були тим фундаментом, на якому багато років тримався ринок цінних паперів. «Не було ані дисконтування, ані переговорів, — згадував Девід Команський, який став потім виконавчим директором Merrill Lynch. — Фіксовані ціни означали фіксованість для всіх; ми не могли надати вам знижку, навіть якби ми цього захотіли. Це була найважливіша умова»¹⁰¹. Для більшості брокерських компаній фіксовані комісійні були дуже зручні, тому що забезпечували гарантований прибуток. А от великі інституційні інвестори, які все більше захоплювали ринок, — інвестиційні фонди й пенсійні фонди, — хотіли б одержувати знижки під час здійснення великих операцій із цінними паперами.

Одними з ініціаторів скасування фіксованих комісійних були Дональд Ріган¹⁰², на той час — генеральний директор Merrill Lynch, і Біллі Саломон, який керував тоді Salomon Brothers. Ці найбільші брокерські компанії, відомі масштабами своїх операцій, також були зацікавлені в гнучких комісійних, розраховуючи одержати значні знижки та, відповідно, чималий прибуток. «Після 183 років ведення торгівлі з фіксованими комісійними винагородами Уолл-стріт доведеться відповісти на виклики вільного підприємництва», — згадував Ріган. «Були часи, коли клієнт, що почав працювати з фірмою Ікс, з нею залишався надовго, — додавав до цього Біллі Саломон. — Сьогодні цей світ перетворився на дикі джунглі»¹⁰³.

¹⁰¹ Weiner E. What Goes Up: The Uncensored History of Modern Wall Street as Told by the Bankers, Brokers, CEOs, and Scoundrels Who Made It Happen / E. Weiner. — N. Y.: Little, Brown, 2007. — P. 162.

¹⁰² У 1981–1985 рр. Ріган був міністром фінансів при президенті Рейгані.

¹⁰³ Цит. за: Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. — К.: Companion Group, 2009. — С. 282.

Крім того, компанії все частіше відмовлялися від запозичень на ринку, інвестуючи у виробництво частину свого прибутку й внутрішніх ресурсів. Змінилися в 1977 р. також правила оподаткування прибутку акціонерів. Щоб мати право на вигідні ставки оподаткування, їм потрібно було володіти цінними паперами тривалий час, а це не всім підходило.

На ринку акцій переважали депресивні настрої. І навіть до кінця 1970-х років, коли обсяги операцій значно зросли, вони становили 65 млн акцій за день. Якщо врахувати, що тоді на біржі котирувалися акції більше 2 тисяч компаній, це було не дуже багато. Із цими цінними паперами не хотіли зв'язуватися навіть найбільші їхні покупці — інституційні інвестори, — надаючи перевагу облігаціям.

Коли багато фаворитів ринку акцій 1960-х років збанкрутували, у фінансовому світі вирішили повернутися до здоровіших принципів довготермінового інвестування, зробивши наголос на акціях «блакитних фішок» — компаній з великою капіталізацією, таких як IBM, Kodak, McDonald's, Disney. Вважалося, що вони ніколи не збанкрутують, тому що надто великі й стабільні, а їхні акції загалом постійно зростають, незважаючи на тимчасові коливання. Тому інвестори, які вклали капітали в такі папери, могли спати спокійно. Крім того, ці компанії були респектабельними, отже навіть якщо виникли проблеми, ніхто б не сказав інвесторові, що він вклав капітали в акції сумнівних фірм. Однак і «блакитні фішки» виявилися черговим пазирем, тому що ціни на їхні акції були сильно завищені¹⁰⁴. Під час буму «блакитних фішок» складалося враження, що вся економіка раптом поділилася на два шари — у верхньому знаходилися престижні компанії, а в нижньому — інші, які сприймалися як взагалі не варті уваги. Зрозуміло, що «блакитні фішки» мали таку позицію тільки з однієї причини — через ажіотаж, створений навколо них. Незабаром у всіх цих компаній виникли різні труднощі. Втім, самі компанії існують і сьогодні. А інвестори, які купили під час буму їхні акції та продовжували їх довго тримати, зрештою отримали за ними непоганий прибуток.

¹⁰⁴ Коефіцієнт прибутковості акцій Sony з 1872 по 1980 р. знизився з 92 до 17, Polaroid — з 90 до 16, McDonald's — з 83 до 9, Disney — з 76 до 11, Newlett-Packard — з 65 до 18 (Мэлжил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-Стріт / Б. Г. Мэлжил. — Минск: Попурри, 2006. — С. 78).

Після 1975 р. в економіці почалося поживавлення (не тільки в США, але й у країнах Західної Європи), однак цей підйом був млявим і супроводжувався високою інфляцією разом із збільшенням безробіття. Його не можна було порівняти з підйомом 1960-х років, не кажучи вже про 1950-ті. Інвестиції загальмувалися, і виник надлишок капіталів, особливо в Європі. У пошуках вигідного застосування, європейські капітали вкладали в країни, що розвиваються, а також у США¹⁰⁵.

А брокерські компанії, незважаючи на тривалий загальний спад, почали розширювати свою діяльність через велику кількість нових фінансових продуктів, які пропонувалися інвесторам. Ще не так давно, після розпаду Бреттон-Вудської системи й початку підвищення цін на нафту, багато брокерських фірм скоротили (у середньому на 30 %) кількість співробітників. Загальний депресивний настрій ринків у 1970-х роках підштовхнув до пошуку нових рішень, і цей важкий час виявився багатим на різні інновації — деривативи, нові види інвестиційних фондів, а також ринок євробондів.

Зміни в політиці ФРС

У 1977 р. у США обрали нового президента від Демократичної партії Джиммі Картера (1977–1981). Він особливо потребував підтримки фінансистів, тому що загальний стан економіки залишався не дуже добрим — ринок цінних паперів болісно реагував на продовження зростання інфляції та процентних ставок. У 1979 р. голова ФРС Вільям Міллер залишив цю посаду, ставши міністром фінансів. Новим головою ФРС Картер призначив Пола Волкера, який мав великий досвід роботи і у Казначействі, і у Федеральній резервній системі. Волкера обрали тому, що він був кандидатом від Уолл-стріт, і з ним пов'язували надії на поліпшення становища, хоча мало хто знав про його реальні плани. На цю новину фінансовий світ відреагував з оптимізмом. Була надія на те, що Волкер зможе розв'язати проблеми, що нагро-

¹⁰⁵ У 1970-х роках прямі інвестиції в США становили 13,3 млрд доларів, у 1984 р. — 159,6 млрд (Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе / Л. Е. Гринин. — М.: Либроком, 2010. — С. 177).

мадилися, і тому від нього очікували якихось радикальних кроків.

Новий управляючий ФРС вважав, що якщо обмежити кількість грошей в обігу і обсяг банківських резервів, знизиться здатність банків видавати кредити. Завдяки цьому зменшується тиск на процентні ставки, після чого стан справ в економіці нормалізується. Але для початку Волкер вирішив підвищити процентну ставку, щоб зменшити суми банківських кредитів приватним і корпоративним позичальникам. Про нову політику ФРС було оголошено у суботу 6 жовтня 1979 р. Плани Волкера виявилися несподіваними для учасників ринку, і в понеділок 8 жовтня на ринку почалася паніка. Саме наближалось п'ятдесятиліття «Великого краху» 1929 року, і багато хто побачив у цьому похмурі паралелі.

Напруження на ринку посилювалося ще й тим, що на ці дні був запланований початок розміщення дуже великої (на 1 млрд доларів із прибутковістю 9,5 %) облігаційної позики корпорації IBM, яка незабаром набула таке важливе значення у комп'ютерній революції. Наступного дня після початку спаду створили синдикат для розміщення позики, у який увійшли Salomon Brothers, Merrill Lynch і дрібніші банки. Після того як 8 жовтня почався обвал ринку цінних паперів, у багатьох виникло побоювання, що під загрозою перебуває вся велика позика IBM. А з позикою так чи інакше були пов'язані більше двох сотень інвестиційних банків. Однак в Salomon Brothers заявили, що основна частина облігацій уже успішно розміщена. А от в Merrill Lynch та інших учасників синдикату залишалося ще багато цих паперів, які почали швидко падати в ціні та понизилися за декілька днів на 10 %. Стали поширюватися чутки, що збитки синдикату андерайтерів становлять 35–50 млн доларів. Тому проблеми з розміщенням позики ще більше погіршили стан справ на ринку.

Нова політика ФРС виявилася невдалою і призвела лише до того, що в наступні декілька років ставки продовжували зростати, а інфляція досягла 15 %, що підвищувало загальну дорожнечу життя. Промислове зростання гальмувалося через скорочення інвестицій, і у вигрaші опинилися ті, хто обрав високоприбуткові короткотермінові інвестиції за допомогою взаємних фондів. Для облігаційного ринку

настали важкі часи. Нові випуски облігацій IBM та інших компаній було ще важче розміщувати, бо ціна на них швидко падала. Але ФРС продовжувала свій курс на скорочення грошової маси, щоб зупинити зростання процентних ставок, хоча це не дуже вдавалося. Навесні 1980 року, не дочекавшись результатів нової стратегії ФРС, адміністрація президента Картера розробила свій план обмеження кредитів і зниження ставки. Наближалися президентські вибори, тому Картер поспішав.

До банків, які видавали кредити, і до компаній, які обслуговували кредитні картки, були висунуті нові вимоги щодо їхніх резервів. Спершу всім здавалося, що ця політика ефективна, тому що до середини 1980 р. процентні ставки справді знизилися. Однак обмеження щодо кредитних карт спричинили масове незадоволення в суспільстві, що заважало виборчій кампанії Картера. Нововведення довелося скасувати, після чого процентна ставка знову стала підвищуватися, а фінансовий ринок повернувся в той стан, у якому він був на початку року. План Картера не спрацював. А в листопаді 1980 року він програв на виборах Рональду Рейгану (президент у 1981–1989 рр.), який багато говорив про зниження податків. Це було саме те, що хотіла почути більшість.

Багато хто передбачав наближення нової кризи наприкінці 1980 р., але світова політика прискорила хід подій. У 1979 р. почалася революція в Ірані, а потім тривала ірано-іракська війна. Ціни на нафту зросли з 13,3 долара за барель перед початком війни до 25 доларів у 1982 році. Це стало причиною нового спаду 1980–1982 років, найпомітнішого у США, Канаді, Великій Британії, Західній Німеччині, Франції. «Ми зараз переживаємо глибоку світову економічну рецесію, яка важча ніж у 1930-ті роки. Історики назвуть ці роки «Великими застоєм»», — писав про той час канцлер ФРН Гельмут Шмідт у журналі *Economist* 26 лютого 1983 р.¹⁰⁶. Спадом 1980–1982 рр. завершився тривалий період стагнації¹⁰⁷.

¹⁰⁶ Цит. за: Рапош П. Кризисы и современный капитализм / П. Рапош. — М.: Политиздат, 1986. — С. 219.

¹⁰⁷ Якщо порівняти індекс Доу-Джонса в 1964 р. (874 пункти) і в 1975 р. (875 пунктів), виявиться, що за сімнадцять років він зріс лише на один пункт.

Фінансові інновації 1970-х років

Створення NASDAQ

Комісія з цінних паперів і бірж у 1968 р. проаналізувала стан позабіржового ринку цінних паперів і визнала його незадовільним. Фінансова звітність учасників ринку публікувалася нерегулярно, а іноді взагалі була відсутня. І хоча цей ринок давав високі прибутки, його ліквідність залишалася недостатньою. Тому Національній асоціації торговців цінними паперами (NASD)¹⁰⁸ доручили впорядкувати позабіржовий ринок.

Автоматизована система котирувань, що дістала назву NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), з'явилася в лютому 1971 р., використавши одну з перших комп'ютерних торговельних систем Institutional Network (Instinet), створену в 1967–1969 рр. NASDAQ надала можливість брокерам виставляти свої котирування, які через комп'ютерну мережу ставали доступними іншим брокерам у різних містах США. Система електронних торгів швидко розширювалася, і в 1975 році нею користувалося вже 2890 учасників.

У той час позабіржовий ринок акцій являв собою досить різномірну групу брокерів з не дуже високою репутацією. Вони займалися операціями з низьколіквідними акціями, дані про котирування яких було важко знайти. І хоча спершу NASDAQ була лише базою даних середніх котирувань низьколіквідних паперів, навіть це стало важливою інновацією, яка надавала можливість знизити витрати під час операцій із цими паперами. У 1975 р. NASDAQ відділилася від позабіржового ринку, а також скасувала фінансовий мінімум для входження на ринок. Шанс на просування з'явився у неве-

¹⁰⁸ Національну асоціацію дилерів цінних паперів (National Association of Securities Dealers, NASD) створили ще в 1939 р. як саморегульовану організацію після видання в 1938 р. Акту Мелоні (Maloney Act). Згідно із цим актом брокери, які не були членами якоїсь біржі, мали увійти до складу NASD і підкорюватися її правилам для запобігання можливому шахрайству.

ликих недавно створених компаній, які не мали можливості потрапити в лістинг Нью-Йоркської біржі (NYSE). Адже саме через NASDAQ колись починали свій шлях Apple, Microsoft, Amazon.

Взаємні фонди грошового ринку

У 1970-х роках, час інфляції й загального спаду, для залучення інвесторів потрібні були нові фінансові технології. Однією з них стали взаємні фонди грошового ринку (money market mutual funds, MMMF). Вони не пропонували ані привабливих спекулятивних операцій, ані надприбутків, як це робили раніше звичайні взаємні фонди, які щедро роздавали обіцянки швидкого досягнення багатства.

Взаємні фонди грошового ринку пропонували звичайну середню прибутковість, і не більше. Однак вони швидко набули популярності, тому за декілька років у них були вкладені мільярди доларів. Секрет успіху MMMF простий — вони обіцяли надійність. Інвестори купували акції таких фондів, але їхні гроші інвестувалися не в більш прибуткові папери з високим ризиком (як це робили звичайні взаємні фонди), а тільки в державні облігації Казначейства США.

Час був сприятливим для такої стратегії. У 1970-х роках прибутковість державних облігацій постійно продовжувала зростати і була вище, ніж у банківських депозитів (ФРС обмежила прибутковість депозитних внесків, і вони стали малопривабливими для інвесторів).

До середини 1970-х років основні інвестиційні й брокерські компанії створили свої різновиди MMMF. У Merrill Lynch, лідера серед цих компаній, з'явився свій фонд з назвою Ready Assets Trust (мінімальний внесок для вступу в нього становив 5000 доларів). Фонд незабаром запропонував інвесторам новий продукт — рахунок для управління коштами (cash management account, CMA), який став кроком на шляху до універсального банківського обслуговування. Загальний обсяг капіталів, залучених взаємними фондами грошового ринку, наприкінці 1970-х років досяг 200 млрд доларів¹⁰⁹.

¹⁰⁹ Cole R. Merrill Fee is Fair, Court Says / R. Cole // The New York Times. — 1981. — Dec. 29.

Розквіт ринку деривативів

Епоха 1970-х років прославилася розквітом не тільки різних інвестиційних фондів, але й ринку (біржового та позабіржового) похідних фінансових інструментів — деривативів. Давно відомими товарними опціонами та ф'ючерсами займалося багато інвестиційних банків і брокерів. Основним центром операцій з товарними ф'ючерсами стала Чиказька товарна біржа (Chicago Board of Trade, CBOT)¹¹⁰. У 1973 р. з її ініціативи почала роботу окрема біржа, яка займалася операціями з опціонами на акції — Чиказька опціонна біржа (Chicago Board Options Exchange, CBOE). Популярність нової біржі швидко зростала, як і кількість операцій. Незабаром на цій біржі можна було придбати опціони на більшість акцій, що мали попит, зокрема на швидко зростаючі з 1973 р. акції нафтовидобувних компаній. З 1972 р. з'явилися валютні ф'ючерси, в 1975 р. — процентні ф'ючерси на сертифікати іпотечної асоціації Ginnie May, а в 1976–1978 рр. процентні ф'ючерси на короткотермінові та довготермінові облігації Казначейства США.

На Американській фондовій біржі AMEX швидко зрозуміли перспективність нового ринку і почали в Нью-Йорку операції з опціонами. Тільки найстаріша Нью-Йоркська фондова біржа NYSE продовжувала займати консервативну позицію й удавала, що нічого не відбувається. Тим часом у Чикаго після розпаду Бреттон-Вудської системи почали продавати опціони та ф'ючерси за іноземну валюту. Валютні ф'ючерси стала пропонувати ще одна торговельна система — Міжнародний грошовий ринок (International Monetary Market, IMM)¹¹¹, створена Лео Меламедом.

¹¹⁰ Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. — N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. — P. 35–45, 65–72. Детальніше див.: МакМиллан Л. МакМиллан об опціонах / Л. МакМиллан. — М.: ИК «Аналитика», 2002. — С. 4–5.

¹¹¹ Спершу IMM був підрозділом ще однієї чиказької біржі — Chicago Mercantile Exchange (CME), яка існувала з 1898 року, і з початку 1970-х років робила більший акцент на операції з деривативами. Хоча в 1980 році ф'ючерсну біржу відкрили в Нью-Йорку (New York Futures Exchange, NYFE), вона так і не стала лідером у цьому бізнесі — ним залишалися чиказькі біржі. Американська фондова біржа AMEX посідала друге місце (Williams W. Futures Tie Backed In Chicago; New York Link Voted / W. Williams // The New York Times. — 1981. — Dec. 15).

Його справжнє ім'я було Лейба Меламедович, і він народився в 1932 році в Польщі в родині вчителя математики. У 1939 р. родина виїхала в Литву, щоб уникнути переслідування з боку нацистів, а там у 1940 році за неймовірним збігом обставин японський консул у Вільнюсі (попри заборону з боку свого Міністерства закордонних справ) зглянувся над долею євреїв, готових тікати куди завгодно, навіть через далеку Японію, аби тільки врятувати життя. Він видав родині Меламедовичів транзитну візу, щоб ті могли через Японію емігрувати в США та інші країни. Після тривалого шляху до Японії через радянський Сибір (що в 1940 році було ще більш неймовірно¹¹²), вони нарешті потрапили до США.

«Чума, що охопила Європу, перевернула все... змушуючи тікати родини, зокрема мою, — згадував Лео Меламед. — Найбільше мене приголомшив Нью-Йорк. Коли я вийшов з вокзалу, і Нью-Йорк оточив мене, я відчув себе карликом. Начебто якась громадина роззявила свою пащу й поглинула всю нашу родину... Адаптуючись до ритму тисяч різних культур і людей, це місто, що рвалося вверх, жило своїм неспокійним і бентежним життям. За одну мить Нью-Йорк зачарував мене, як жодне інше місто, у якому довелося побувати... у ньому відчувалася невичерпна сила, у ньому... бився пульс Америки, і там панувала свобода»¹¹³.

Родина Меламедовичів оселилася в Чикаго. Лео став адвокатом і незабаром поринув у світ операцій з ф'ючерсами на Чиказькій торговельній біржі (Chicago Mercantile Exchange), де він почав свій шлях у бізнесі. «Ф'ючерсні біржі вважалися у фінансовій родині лише незаконнонародженими кузинами. Наші завдання та функції не розуміли. Ми стали об'єктом інсинуацій та образ. Завжди знаходилася купка політиків, які намагалися закрити ф'ючерсні біржі, вважаючи подібними до ігрових салонів». Насправді Чиказька торговельна біржа була «серйозним бізнесом... Звичайно, ми — не Уолл-стріт. Ми не займаємося акціями». Але ми запевняли себе, що «являємо собою дещо інше, що виросло в самому серці країни... пер-

¹¹² У 1940 році Сталін розраховував на укладання договору про нейтралітет з Японією (його підписали у квітні 1941 р.), і тільки тому дав дозвіл емігрантам з японськими візами на безперешкодний проїзд через СРСР до Владивостока.

¹¹³ Меламед Л. Бегство во ф'ючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблішер, 2010 — С. 18, 70.

шовідкривачів, винахідливих і завзятих, прихильних духу фронтиру. Мені здавалося, що сама індустрія ф'ючерсів ставала величезним діловим фронтиром... адже це Чикаго, могутнє місто зі сталевими нервами», і щодо ф'ючерсів воно «було на першому місці у світі»¹¹⁴.

У 1969 році Меламед очолив Чиказьку біржу, що дало йому можливість створити International Monetary Market, який пропонував клієнтам нові можливості. Якщо раніше ф'ючерси були в більшості випадків товарними, то тепер Меламед став втілювати в життя свою основну ідею — ф'ючерси на фінансові продукти. На IMM купувати й продавати валютні ф'ючерсні контракти стало так само легко, як товарні ф'ючерси. З 1975 року IMM почав операції з ф'ючерсами на облігації Казначейства США, а потім і на інші облігації.

«На фінансовому ринку Чикаго головне не те, хто ви такий — ваше походження, родина, фізичний стан, стать, — а ваша здатність розуміти потреби споживачів і тенденції розвитку економіки. Усе інше особливого значення не має»¹¹⁵. Ці слова фінансиста Лео Меламеда так не схожі на те, що ми бачимо сьогодні — на хвилю «кумівського капіталізму» (звичайного в Азії, Латинській Америці та більшості пострадянських країн), яка настільки накрила собою весь світ на початку XXI століття, що корумповане кумівство змушує забувати ринкові принципи нормальної, здорової економіки.

Незабаром на ринку з'явився принципово новий продукт — ф'ючерсний контракт на процентний дохід за облігаціями. Ці контракти брокери продавали інвесторам як інструмент хеджування — страхування ризику у разі зниження прибутковості облігацій (досить імовірно, тому що в 1970-х роках на облігаційному ринку відбувалися значні коливання). Ринок подібних інструментів, пов'язаних із хеджуванням ризиків, у це десятиліття тільки зароджувався. Для багатьох консервативно налаштованих інвесторів він був незвичним і незрозумілим, але надалі такі фінансові інструменти набували більшого значення. Незабаром з'явилося поняття

¹¹⁴ Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблишер, 2010. — С. 154, 169.

¹¹⁵ Melamed L. Reminiscences of a Refugee // Melamed L. For Crying Out Loud: From Open Outcry to the Electronic Screen / L. Melamed. — N. Y.: John Wiley and Sons, 2009. — P. 136.

«деривативи» (похідні фінансові інструменти). Їхній ринок у наступні десятиліття стрімко розвивався — страхування ризиків надавало широкі можливості для спекулятивних операцій і отримання чималого прибутку. У 1972 р. обсяг операцій з деривативами на International Monetary Market досяг 400 млн доларів, а до середини 1980-х років він зріс у п'ятеро, до 3 млрд доларів.

У 1978 р. Нью-Йоркська фондова біржа NYSE заснувала Нью-Йоркську ф'ючерсну біржу (New York Futures Exchange, NYFE), і хоча та не проводила операції з валютними ф'ючерсами або контрактами на державні облігації, чиказький ф'ючерсний ринок перестав бути єдиним. У Лондоні ф'ючерсна біржа (London International Financial Futures Exchange, LIFFE) була створена в 1982 році. Через декілька років подібна біржа відкрилася в Парижі¹¹⁶, в 1986 році в Цюриху з'явилася біржа опціонів і ф'ючерсів¹¹⁷, а в 1990-му таку біржу заснували у Франкфурті¹¹⁸.

У травні 1986 р. професор фінансів Чиказького університету Мертон Міллер назвав ф'ючерсні контракти на фінансові інструменти найбільшою інновацією за останні 20 років. У 1980-х роках обсяги операцій на Чиказькій торговельній біржі зросли всемеро, з 37 млн контрактів у 1976 р. до 216 млн у 1986 р.¹¹⁹. Ринок ф'ючерсів став міжнародним, а самі ф'ючерсні контракти перетворилися у всьому світі на стандартні інструменти управління ризиками.

¹¹⁶ Marche a Terme des Instruments Financiers, MATIF, в 1986 році перейменована в Marche a Terme International de France.

¹¹⁷ Swiss Options and Financial Futures Exchange, SOFFEX.

¹¹⁸ Deutsche Termin Borse, DTB. У 1998 р. ф'ючерсні біржі в Цюриху й Франкфурті об'єдналися, і з'явилася нова біржа Eurex (Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 250–251).

¹¹⁹ У 1971 р. на всіх американських ф'ючерсних біржах було укладено 14,6 млн контрактів, а в 1991 р. загальна кількість ф'ючерсних і опціонних контрактів на цих біржах досягла 325 млн, що означає зростання на 2100% (Меламед Л. Берство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Пабlishер, 2010. — С. 9).

Від ринку євродоларів до ринку євробондів

Європа в післявоєнні десятиліття процвітала, особливо Німеччина, де «німецьке економічне чудо» забезпечило повну зайнятість і низьку інфляцію. І навіть в Англії, яка обрала шлях побудови соціальної держави, у 1960-х жилося непогано. «Ніколи ще ми не жили так добре» — такий був девіз Гарольда Макміллана, який став британським прем'єр-міністром у 1959 році. Економіка країн Європи була в ці роки змішаною, поєднуючи в собі елементи вільного ринку та соціальної держави. А першою спробою об'єднання Європи стало створення в 1957 році Європейського економічного співтовариства, у яке ввійшли Франція, ФРН, Італія, Нідерланди, Бельгія та Люксембург.

За час післявоєнного відновлення в Європі нагромадилася чимала кількість доларів. За ідеєю вони могли бути вкладені на депозитні рахунки в американські банки або інвестовані в США. Але іноземним інвесторам було не вигідно тримати свої заощадження в США, тому що там вони мали сплачувати додатковий податок. Рішення запропонували англійські банки, готові приймати вклади в доларах без оподаткування. Так в Англії виник офшорний ринок доларів, який дістав умовну назву «ринок євродоларів». По суті, це була перша ознака наближення нової хвилі глобалізації, яка продовжила в 1990-х й 2000-х роках ті процеси, які відбувалися до Першої світової війни.

Зародження ринку євродоларів було пов'язане з подіями 1950 року, які можна назвати скоріше випадковими, ніж закономірними для історії цього ринку. З початком Кореїської війни (1950–1953) виникла загроза, що розміщені в західноєвропейських банках валютні резерви Китаю (який допомагав Північній Кореї) можуть бути заморожені. Частина китайських валютних резервів у доларах була переведена в паризький Центральний Північно-Європейський банк (Banque Centrale pour l'Europe du Nord) на спеціальний рахунок Національного банку Угорщини, який контролював СРСР. Потім паризький банк розмістив доларові депозити під невеликий відсоток в інших банках Західної Європи. Так виник прецедент операцій з доларовими внесками, що не залежали від банківського регулювання США.

У 1957–1958 рр. практика відкриття доларових рахунків стала поширюватися в Англії, де були обмежені транзакції у фунтах стерлінгів. Діяльність англійських банків, які працювали з євродоларами, супроводжувалася таємністю, і «банкіри наполегливо просили взагалі не писати про їхню нову діяльність... хіба що в статтях для наукових журналів... надто складних для непосвячених»¹²⁰. Після того як англійські банки почали відкривати рахунки в доларах, це сильно зацікавило інвесторів із різних країн світу, і в Лондон потекли сотні мільйонів доларів, що розміщалися на банківських депозитах. Особливу роль у розширенні ринку євродоларів відіграли «нафтодолари», накопичені в арабських країнах — виробниках нафти. З 1974 по 1980 р. їхня загальна сума досягла 383 млрд доларів, і половина з них була покладена на депозитні рахунки в найбільших європейських і американських банках¹²¹.

Маса доларів, зосереджених у країнах Європи, постійно зростала, і на початку 1960-х цим ринком зацікавилися американські банки, особливо Morgan Guaranty Trust, який хотів вийти на ринок андерайтингових послуг. Але це був комерційний банк, і за законом Гласса — Стіголла 1933 р. він не мав права займатися операціями із цінними паперами. Тоді у віцепрезидента банку, 32-літнього Евана Гелбрейта, виникла геніальна у своїй простоті думка: за межами США закон Гласса — Стіголла не діє. У ФРС підтвердили це і дали зрозуміти, що якщо банк відкриє свою філію в іншій країні, то зможе займатися там будь-якими операціями.

У 1962 році в Парижі заснували дочірню компанію банку — Morgan et Cie SA¹²², яка планувала займатися андер-

¹²⁰ Einzig P. The Euro-bond Market / P. Einzig. — L.: Macmillan, 1969. — P. 13.

¹²¹ Американські банки також почали виходити на ринок євродоларів. Оскільки цей ринок не регулювався ФРС, банки вирішили скористатися новим інструментом для розширення своїх кредитних операцій в інших країнах. Завдяки цьому вони могли видавати кредити на більш сприятливих умовах, а вкладники могли отримувати більші прибутки. Лондонські банки пропонували за доларовими вкладами вищий відсоток, ніж американські. При цьому інвестори нічого не втрачали на операціях обміну валют. Надалі використання євродоларів поширилося в інших країнах, від Канади до Сінгапуру і Японії. Згодом ці принципи стали використовувати для операцій з іншими валютами — зокрема німецькими марками, що перебували в обігу за межами Німеччини.

¹²² У січні 1967 року після невдалого розміщення євроакцій компанію Morgan et Cie довелося ліквідувати. Близько 70% компанії купив банк Morgan Stanley, який одержав контроль над усіма паризькими операціями Morgan et Cie.

райтингом; керував нею Гелбрейт. Незабаром, у 1963 році, Morgan et Cie організувала міжнародний синдикат і провела велике публічне розміщення акцій німецької компанії Neckerman Versand, яка займалася торгівлею через пошту. Гелбрейт вважав, що це вдале розміщення стало прототипом майбутнього ринку єврооблігацій, оскільки показало, що на світових ринках є реальний інтерес до європейських паперів.

Так починалася історія ринку єврооблігацій, який став швидко зростати — адже він відповідав потребам інвесторів. Багатьох із них не влаштовували депозитні внески в євродоларах — їм потрібні були довготермінові інвестиції. Так з'явилися єврооблігації (євробонди). Один із перших випусків облігацій, номінованих у доларах, організувала в 1947 р. компанія Phillips, а в 1957 р. — бельгійська нафтова компанія Petrofina. А систематично євробонди почали використовуватися після того, як 1 липня 1963 р. англійський банк S. G. Warburg and Company здійснив першу емісію номінованих у доларах облігацій на 15 млн доларів для італійського державного підприємства Autostrade, яке будувало мережу автомобільних доріг¹²³.

Створення ринку євробондів було ініціативою відомого фінансиста Зигмунда Варбурга — принаймні він сам так вважав. Цей ринок став першим кроком на шляху до фінансової глобалізації, прихильником якої був Варбург. «Індустріалізм сьогодні вимагає... вільного потоку товарів і послуг без будь-яких штучних бар'єрів», — говорив він у 1969 році¹²⁴.

Додатковим поштовхом до зростання ринку єврооблігацій стало рішення президента США Дж. Кеннеді запровадити зрівняльний податок (Interest Equalisation Tax) для обмежен-

¹²³ Облігації гарантувалися італійським державним фінансово-промисловим концерном IRI. Цінні папери терміном 15 років з прибутком 5,5 % зацікавили інвесторів, тому що дохід від них не обкладався податком. Ці облігації мали всі основні ознаки майбутніх євробондів — вони були випущені в доларах і на пред'явника, а це означало, що їх можна було купувати анонімно в різних країнах. У Лондоні створили синдикат для розміщення облігацій Autostrade, і вони мали непоганий попит серед міжнародних інвесторів. Щоб продавати облігації Autostrade на американському ринку, емісію потрібно було реєструвати в Комісії з цінних паперів і бірж, а також сплачувати додаткові податки. Крім того, навряд чи облігації Autostrade мали б попит у США, тому що цей емітент був там мало кому відомим.

¹²⁴ Ferguson N. High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg / N. Ferguson. — N. Y.: Penguin Press, 2010. — P. 202, 221, 345.

ня доступу іноземних емітентів на американський ринок цінних паперів. На практиці це означало, що для американських інвесторів вартість іноземних акцій збільшувалася на 15%, облігацій — від 2,75% (на короткотермінові облігації) до 15% (на облігації з терміном більше 3,5 року). За умов таких новацій успішне розміщення облігацій Autostrade підказувало інвесторам рішення — вкладати капітали в євробонди.

Основними покупцями єврооблігацій стали ті, кого називали «бельгійськими дантистами». Насправді це були не тільки бельгійці, і не тільки дантисти. Ті з них, хто був налаштований тривожно й песимістично, вважали, що коли російські танки будуть захоплювати Європу, можна буде втекти кудись подалі, у Беліз або Коста-Рику, захопивши із собою єврооблігації. А інші, більш прагматичні, розуміли, що за допомогою єврооблігацій зручно ухилятися від сплати податків. Формально власники єврооблігацій теж мали декларувати свої доходи в тій країні, де вони проживали, але на практиці багато хто з них не тільки цього не робили, а взагалі зберігали гроші в іншій країні, використовуючи для своєї вигоди закони про банківську таємницю.

У 1960-х роках ринок євробондів швидко нарощував обсяги операцій, стаючи реальним конкурентом ринку облігацій, випущених у США іноземними емітентами. Такі облігації (янкі-бонди — *yankee bonds*), емітовані в доларах іноземними банками або компаніями на внутрішньому ринку США, були надійні й давали стабільний прибуток. Можна сказати, що облігації суверенних урядів різних країн, які випускалися в доларах в основному в Нью-Йорку (де був їхній основний ринок), стали попередниками євробондів. Отримати гроші за цими паперами можна було, крім Нью-Йорка, у декількох найбільших фінансових центрах — Лондоні, Парижі, Амстердамі. Незважаючи на додаткові податки та необхідність дотримуватися американських стандартів фінансової звітності (що не влаштовувало багато іноземних компаній), у 1950-х роках для іноземних інвесторів альтернатив ринку янкі-бондів не існувало. Після Другої світової війни іноземні компанії інвестували в цей ринок мільярди доларів.

Незабаром стало ясно, що основні власники таких облігацій — не американці, а європейські індивідуальні інвестори з банківськими рахунками у Швейцарії й Люксембурзі. Тому основна частина доларових облігацій надходила за межі

США, хоча американські банки уважно стежили за тим, щоб обслуговування цих облігацій (зокрема зберігання) проводили тільки вони. На практиці інвестор — який-небудь черговий «бельгійський дантист» — відкривав рахунок у швейцарському банку, а той відправляв заявку на придбання облігацій американському банку-кореспонденту. Там ці облігації надалі зберігалися на депозитарному рахунку. У 1950-х роках європейські банки й брокерські компанії також стали пропонувати свої послуги із проведення операцій з доларовими облігаціями. Проте всі розрахунки за ними мали проводитися в США, що вимагало додаткової праці та часу.

Після успішного випуску облігацій Autostrade кількість нових емісій єврооблігацій стала стрімко зростати. Особливо це зростання прискорилося після того, як у середині 1965 року американський уряд вжив нових заходів для обмеження відтоку доларів із країни та встановив обмеження на прямі інвестиції для американських компаній за межами США. А в 1968 році було створено Бюро з контролю прямих інвестицій за кордоном, щоб перевіряти, як дотримуються ці обмеження. Результат було легко передбачити — у 1969 році на ринок єврооблігацій вийшло 70 американських компаній, у 1969 р. — ще 40. Загалом з 1965 по 1970 р. американські компанії отримали на цьому ринку близько 5 млрд доларів¹²⁵.

Хоча єврооблігації могли випускатися в різних фінансових центрах, основним їхнім ринком став Лондон, де в 1968 р. з ними щодня відбувалися операції на 15 млн доларів. До євробондів виявляло інтерес усе більше європейських банків і американських брокерських компаній, які відкривали в Лондоні свої філії¹²⁶. Ринок єврооблігацій притягував до себе великі ка-

¹²⁵ Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 48–49.

¹²⁶ У 1961 р. там з'явилася філія Merrill Lynch, а в 1963 р. — Weeden & Co, нью-йоркської компанії, яка об'єднувала брокерів позабіржового ринку. У 1968 р. у Лондоні були філії 19 американських брокерських компаній. Після відмови від Бреттон-Вудської валютної системи ринок євробондів отримав новий поштовх у своєму розвитку. Особливо помітне значення у цьому мали великі доларові вкладення країн — виробників нафти. Інвестувати капітали в Америці ці країни не хотіли з політичних причин, тим більше що там час від часу виникали розмови про санкції проти країн — членів ОПЕК про конфіскацію їхніх активів у США тощо. Це підвищувало популярність ринків євродоларів і євробондів. У 1970-х роках одна тільки Саудівська Аравія вклала в європейські банки більш 50 млрд доларів (Dosoo G. The Eurobond

пітали, відволікаючи їх від американської фінансової системи. Незабаром американським андерайтерам довелося визнати, що на ринку євробондів їхня винагорода за розміщення вище, ніж у США, а сам цей ринок почав більше приваблювати інвесторів. І якщо в 1950-х роках, коли лондонський ринок переживав не кращі часи, найактивніші інвестори стали проводити операції на Нью-Йоркській біржі, то в 1960-х, коли інвестиції в євробонди стали вигіднішими ніж в янкі-бонди, інвестори знову повернулися до Лондону. Так, завдяки євробондам, Лондон вкотре став центром глобального ринку цінних паперів, притягуючи до себе капітали з усіх куточків світу¹²⁷. В Англії швидко зростала кількість індивідуальних інвесторів — від 1,5 млн у 1953 р. до 2,5 млн у 1966 р. і 3 млн у 1979 р.¹²⁸.

Чому таким центром не став Париж, який завжди славився концентрацією саме фінансового, лихварського капіталу? Відповідь проста. Нестабільність франка в 1940-х та 1950-х роках та державний контроль над рухом капіталів у найбільш сприятливий на фінансових ринках час 1960-х років зробили Париж місцем, яке не приваблювало іноземних інвесторів. Кількість іноземних паперів на Паризькій біржі постійно скорочувалася, залишилися тільки акції південноафриканських золотодобувних компаній, декількох європейських транснаціональних корпорацій (таких як Shell) і окремих найбільших американських компаній типу AT&T. Для жодної з них паризький ринок уже не мав принципового значення. Та й на Паризькій біржі з ними було пов'язано лише 10% операцій — там більшого значення набували внутрішні папери французьких компаній.

Зростання ринку євробондів гальмувало те, що папери фізично перебували в сховищах американських банків, і частіше стали виникати проблеми з передачею їх до в Євро-

Market / G. Dosoo, P. Gallant. — L.: Woodhead-Faulkner, 1992. — P. 7–21, 30, 30–33).

¹²⁷ У 1955–1962 рр., коли загальний обсяг емісії іноземних облігацій у Європі досяг 2,9 млрд доларів, 36% випусків було зроблено в Лондоні, а 30% у Цюриху. Обсяг випуску євробондів зріс із 258 млн доларів у 1963 р. до 4,2 млрд у 1973 р. і до 29 млрд у 1980 р.

¹²⁸ У 1990 р. кількість індивідуальних інвесторів досягла 11 млн — 25% дорослого населення Великої Британії. Однак частка британських акцій, що належали індивідуальним інвесторам, знизилася з 59% у 1963 р. до 18% у 1989 р. Решта належала інституційним інвесторам (переважно пенсійним фондам) і фінансовим установам (Michie R. The City of London. Continuity and Change, 1850–1990 / R. Michie. — L.: Macmillan, 1992. — P. 129).

пи. Коли інвестор — черговий (умовно кажучи) «бельгійський дантист» — оплачував облігації та домовлявся про те, коли він їх отримає (нормальним терміном були два тижні), на практиці він міг чекати свої папери рік і навіть два. Це не тільки сповільнювало зростання ринку, але й загрожувало самому його існуванню. Щоб розв'язати цю проблему, у листопаді 1968 р. на зустрічі провідних європейських облігаційних дилерів було вирішено створити Асоціацію дилерів з міжнародних облігацій (Association of International Bond Dealers, AIBD).

Комітет із правил ринку при AIBD очолив Стенлі Росс, колоритний персонаж, який став символом авантюрного духу раннього ринку єврооблігацій. Росс народився в Лондоні в простій родині, батько його був кондуктором. Кинувши школу в 15 років, Стенлі пішов працювати на фабрику, а після служби в армії вирішив знайти свій шлях у світ цінних паперів. Россу пощастило, і його взяли на роботу в лондонську компанію Strauss Turnbull, де він швидко піднявся до начальника операційного залу для іноземних паперів. У 1967 році він очолив лондонське відділення Kidder Peabody, а потім прийшов у AIBD. На той час Росс розбагатів, у нього вже було декілька «Ягуарів», «Порше» та інших спорткарів. На збори AIBD у Копенгагені в 1970 році він прилетів у погану погоду на маленькому приватному літаку «Сессна», а на наступні збори в 1971 році в Парижі прибув з Лондону на власній яхті, незважаючи на штормову погоду.

Тоді, в 1970-х, новий ринок єврооблігацій був настільки прибутковим, що його професійні учасники на своїх зустрічах демонстрували неприховану розкіш і марнотратство. У 1984 році на черговій зустрічі членів AIBD розмір орендованих яхт наочно свідчив про доходи. Але вже в другій половині 1980-х цей ринок втратив елітарність і властивий їй показний шик, ставши масовим і доступним для багатьох.

Хоча основний ринок євробондів знаходився у Лондоні, центром розрахунків з єврооблігаціями стала найменша держава Європи — Люксембург, який давно вже приваблював туристів дешевими бензином, вином і сигаретами. Подобався Люксембург і так званим бельгійським дантистам, які відкривали рахунки в банках Великого Герцогства. Їх можна було бачити щодня в поїзді, що вирушав із Брюсселю о 09:30 і прибував до Люксембурга у середині дня. Після візиту в банки (Banque Internationale a Luxembourg, Banque Generale du Luxembourg або

Kredietbank Luxemborgoise) і обіду в одному з люксембурзьких ресторанів «бельгійські дантисти» цим самим поїздом поверталися в Брюссель. Вони могли спати спокійно від усвідомлення того, що їхні гроші в надійному місці.

Так Люксембург став важливим фінансовим центром¹²⁹ — його перевагою була відсутність бюрократії. Під час розміщення облігацій Autostrade місцева біржа змогла зробити це швидше, ніж у Лондоні, і без проспекту емісії. Однак у Люксембург було незручно добиратися з Парижу, і почали луhati голоси, що потрібно зосередити проведення угод з єврооблігаціями у Брюсселі. Це всіх улаштовувало, і в 1965 році брюссельський офіс Morgan Guaranty провів закриття угоди з облігаціями 15-річної позики на 20 млн компанії Synamid.

Незабаром з'ясувалося, що власники облігацій усе частіше просили залишити їх на зберіганні в брюссельському офісі Morgan — папери були вже продані іншим власникам, а ті перепродали їх наступним. Зберігання облігацій стало звичайною практикою, і постало питання: а чому б не зберігати їх в Morgan до погашення, стягуючи за це винагороду? Така система почала діяти з 1967 року¹³⁰.

Наступним кроком стало створення нової клірингової компанії — Euroclear¹³¹. Спершу Euroclear проводила по 800 операцій на день, і бізнес швидко розширювався. З ініціативи Стенлі Росса підтримувати Euroclear почала Kidder Peabody — одна з найбільших трейдингових компаній, яка

¹²⁹ Недарма іноді вважають, що перші єврооблігації за два роки до емісії Autostrade випустив люксембурзький Kredietbank Luxemborgoise. Це були облігації португальської компанії SACOR на 5 млн доларів, випущені в європейських умовних розрахункових одиницях ЕРЕ, що надавало можливість інвесторам отримувати прибуток у кожній із семи європейських валют — британських фунтах, німецьких марках, голландських гульденах або ж у бельгійських, французьких, люксембурзьких і швейцарських франках. У цьому сенсі люксембурзькі облігації були набагато складнішим фінансовим інструментом, аніж облігації Autostrade.

¹³⁰ Учасники угоди повинні були відкрити в Morgan Guaranty рахунок цінних паперів і грошовий рахунок. Після реєстрації в системі можна було провести миттєве постачання, не чекаючи фізичного переміщення паперів. Це одразу розв'язало багато проблем.

¹³¹ В Euroclear вирішили перейти на взаємозамінність облігацій. Цінні папери депонувалися на рахунках учасників без вказівки серійних номерів. Якщо вони забирали свої папери, то їм видавалася відповідна кількість облігацій на необхідну суму, але номери паперів могли бути іншими. Це значно прискорило та спростило розрахунки із цінними паперами.

вимагала від усіх, хто мав із нею справи, членства в Euroclear. Потім з'явилася реклама в Financial Times, і ринок єврооблігацій став стрімко зростати¹³².

Успіх Euroclear спричинив сильне незадоволення в Люксембурзі, і у вересні 1970 р. там почала роботу своя розрахунково-клірингова система Cedel (Centre of Delivery — центр постачання цінних паперів)¹³³. За перший рік роботи Cedel отримала чималий прибуток, і керівництво заявило, що обслуговує більшу частину ринку, ніж Euroclear. Настільки швидкий успіх багато в чому був пов'язаний із тим, що Cedel підтримували Citibank, Chase і Barclays — конкуренти Morgan Guarantee, який стояв за Euroclear.

Протистояння між двома кліринговими компаніями вже виходило за межі звичайної ринкової конкуренції. Багато з тих, хто працював у Cedel, вважали, що коріння цих розбіжностей набагато глибше. Англо-американські традиції трейдингу на ринку цінних паперів відрізнялися від європейських. І якщо система Cedel, створена на основі європейських традицій, представляла інтереси інвесторів, то Euroclear, як продовжувач американських традицій, — інтереси тих, хто продавав цим інвесторам цінні папери. До того ж різними були мотиви створення двох клірингових систем. Euroclear створювали, щоб позбутися незручностей, пов'язаних із транспортуванням цінних паперів у документарній формі. А Cedel — щоб не дати Euroclear (і американським та британським банкам) повністю контролювати ринок єврооблігацій. Кажучи іншими словами, виникла негласна угода, що фінансисти континентальної Європи мають протистояти англо-американським учасникам ринку. У ті роки антиамериканські настрої взагалі були поширеними — почасти через непопулярну війну у В'єтнамі, а почасти через засилля американських ідей і товарів у Європі, яка не бажала ставати придатком США.

¹³² Обсяг непогашених боргів за єврооблігаціями та іншими короткотерміновими борговими паперами зріс із 1,6 млрд доларів у 1968 р. до 16 267 млрд у 2006 році.

¹³³ Стартовий капітал був невеликим — 1,15 млн доларів. Однак Cedel підтримувало понад 70 банків з 11 країн Європи. На відміну від Euroclear, в Cedel не шкодували грошей на комп'ютерну техніку і незабаром змогли пропонувати послуги, яких в Euroclear у принципі не було — розрахунки за облігаціями, випущеними не тільки в доларах, але й в інших європейських валютах. А це було актуально — наприкінці 1960-х, коли в Німеччину пішов потік спекулятивних капіталів зі США, випускалося багато єврооблігацій у німецьких марках.

Конкуренція з боку Cedel ставала серйознішою. І хоча в 1972 році Euroclear перетворили на акціонерну компанію Euroclear Clearance System (ECS) і продали власникам (після чого була нарешті модернізована комп'ютерна система), Cedel виривалася вперед. У 1973 р. у цій системі було зареєстровано 5,5 млрд цінних паперів, а в Euroclear майже вдвічі менше — 3 млрд. У керівництві Morgan було чути розмови, що якби повернути час назад, то вони б взагалі не стали створювати Euroclear і вплутуватися в такий рутинний бізнес. Хоча, напевно, керівник міжнародного банківського департаменту Morgan Алек Вагліано казав неправду щодо цього — адже Euroclear дала за ці роки величезний прибуток для банку Morgan Guarantee.

Зрештою вирішили модернізувати Euroclear, інвестувавши додаткові капітали, і це дало бажаний результат. За один тільки 1982 рік вартість зареєстрованих у системі цінних паперів зросла з 58 млрд доларів до 92 млрд, обсяги угод збільшилися за цей рік на 110%, а кількість учасників — на 8% і досягла 1265¹³⁴. Хоча в центрі уваги Euroclear залишалися єврооблігації, вона приймала різні міжнародні папери, випущені у двадцятьох різних валютах, — іменні та на пред'явника, з фіксованою та змінною ставками. Змінився також склад клієнтів — «бельгійських дантистів» замінили брокерсько-дилерські компанії.

Поширення іпотечних паперів

У 1970-х роках, час нестабільного ринку акцій, інвестори стали вкладати капітали в нерухомість, справедливо вважаючи, що цей надійний і безвідмовний ринок їх не підведе¹³⁵. А власний будинок із зеленою травою був важливою частиною американської мрії разом із гарною роботою, родиною та машиною. Наявність житлової нерухомості стала основою «демократії домовласників», настільки важливої для англо-американського світу, де дві третини громадян володіють своїм будинком¹³⁶.

¹³⁴ Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 114.

¹³⁵ З 1975 по 2006 р. ціни на будинки зросли в 10–15 раз, і той, хто вклав свої заощадження в нерухомість у 1970-х роках, зробив правильний вибір.

¹³⁶ У 1920-х роках в США власників приватних будинків було набагато менше — близько 40% населення.

На тлі буму житлового будівництва ринок облігацій до кінця 1970-х був стабільним і постійно розширювався, незважаючи на підвищення процентних ставок. Причина була в тому, що в ці роки на ринку з'явилося багато іпотечних облігацій. Загальний обсяг боргів за іпотечними позиками з 1959 по 2006 р. зріс у 75 разів і досяг 99 % ВВП (у 1959 р. — тільки 38 % ВВП).

Ідея дати мільйонам громадян США можливість володіти власним будинком виникла ще за часів Франкліна Рузвельта. Перша асоціація іпотечного кредитування — Federal National Mortgage Association (її зазвичай називають Fannie Mae) — була заснована за рішенням Конгресу в 1938 р. До 1948 року, коли вона стала учасником програми допомоги ветеранам війни в придбанні житла на пільгових умовах, асоціація була мало відома. З 1954 року Fannie Mae стала випускати свої облігації, і незабаром виник їхній вторинний ринок. Популярність забезпечених нерухомістю облігацій зростає після того, як у 1968 році була почата програма, що обіцяла за десять років побудувати будинки для 26 млн родин. Цієї амбіційної мети, за словами президента Джонсона, було важко досягти «без правильного поєднання фіскальної та монетарної політики»¹³⁷.

Завдяки державним гарантіям іпотечний ринок почав швидко зростати. У 1968 році Fannie Mae розділилася на державну національну асоціацію іпотечного кредитування (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) і приватну компанію Fannie Mae¹³⁸. Випуск іпотечних облігацій Fannie Mae збільшився із 6,5 млрд доларів у 1968 р. до понад 14 млрд у 1970 р. Але ще швидше збільшувалася маса облігацій Ginnie Mae, розрахованих на небагатих клієнтів, зокрема колишніх військових. У 1970 р. ця асоціація випустила свої іпотечні папери на 475 млн доларів, а до 1979 р. таких облігацій було випущено вже на 90 млрд доларів¹³⁹. У наступному десятилітті ринок іпотечних паперів очікувало стрімке розширення й колосальні прибутки від операцій з ними.

¹³⁷ Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. — N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. — P. 331.

¹³⁸ У 1970 р. з'явився ще один учасник цього ринку — Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac).

¹³⁹ Geisst C. Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century / C. Geisst. — N. Y.: Praeger, 1990. — P. 92.

Частина 2.

ІНФОРМАЦІЙНА РЕВОЛЮЦІЯ
І ЦІННІ ПАПЕРИ
В 1980-Х РОКАХ

Трансформація індустріального капіталізму

Епоха вісімдесятих

Епоха вісімдесятих для тих, хто жив (як і я сам) у замкненому світі Радянського Союзу, запам'яталася як час небагатий, але загалом тихий і спокійний — час «застою», так його згодом стали називати. А в іншому світі в ті роки відбувалися бурхливі події. Десятиліття 1980-х минуло у створенні нових глобальних ринків, а нові тенденції цього часу були пов'язані з трьома містами: фінансовим серцем світу Лондоном, центром артистичних і культурних традицій Парижем і «останнім великим американським містом» — Чикаго. Саме у Чикаго зародилися найважливіші інновації 1980-х, пов'язані з деривативами; у Парижі на початку 1986 р. був створений французький міжнародний ринок ф'ючерсів (Marche a Terme International de France, MATIF), що став прикладом для інших таких ринків, а в Лондоні в 1986 р. відбувся так званий «Великий вибух», завдяки якому виник глобальний ринок цінних паперів.

На початку 1980-х до багатьох стало приходити розуміння, що тривала економічна криза 1970-х років, яка охопила всі країни з ринковою економікою, пов'язана не тільки

з підвищенням цін на нафту, а із чимось набагато серйознішим — з обмеженими можливостями кейнсіанської моделі економічного зростання. Насправді проблема була ще глибшою — вичерпала свій потенціал сама індустріальна економіка, але про це на початку 1980-х років мало хто замислювався, хіба що Деніел Белл і його нечисленні послідовники. Для всіх була очевидна потреба в реструктуризації індустріальної економіки, причому не тільки ринкової — у середині 1980-х реформи почалися навіть у плановій економіці індустріального соціалізму в Радянському Союзі.

Найбільшим успіх кейнсіанської моделі економічного зростання був у два післявоєнні десятиліття з їхнім тривалим підйомом, процвітанням і соціальною стабільністю. Однак у ті роки політична обстановка була напруженою — світ балансував на грані ядерної війни, і ні про який ліберальний космополітичний оптимізм говорити не доводилося. Такий оптимістичний настрій повернувся в світ набагато пізніше — лише в 1990-х роках, після розпаду Радянського Союзу, коли якийсь час здавалося, що загроза нової світової війни назавжди пішла в минуле.

Ще на початку 1970-х років у кейнсіанській моделі економіки проявилися стали помітні внутрішні обмеження. Можливості масового виробництва вичерпалися, що призвело до спаду прибутковості та пошуку нових форм організації виробництва й бізнесу. А підвищення цін на нафту ще більше ускладнювало становище. Тому криза, яка почалася, стала переломним моментом в історії індустріального капіталізму, а її наслідком було швидке підвищення інфляції. У періоди особливо швидкого зростання цін у 1974 і 1979 роках виникала загроза, що інфляція от-от стане некерованою.

Потреба в реструктуризації стала очевидною також для урядів і багатьох компаній. Як саме її провести, було не дуже зрозуміло, тож залишався тільки шлях проб і помилок. Основою реструктуризації стали підвищення продуктивності праці й прибутковості капіталу будь-якими доступними засобами. Крім того, йшов пошук нових ринків у глобальному масштабі. При цьому потрібно було максимально використовувати державну допомогу для підвищення конкурентоспроможності національних економік — навіть на шкоду соціальним програмам.

Комп'ютерна революція

Усім було зрозуміло, що в реструктуризації вирішальне значення мають технологічні інновації. Ними стали інформаційні технології. Тоді вони ще так не називалися, і говорили про комп'ютерну революцію. Про неї написано багато, і немає сенсу все це повторювати. Перші прототипи комп'ютерів з'явилися в 1940-х роках, хоча були тоді мало відомі. Радикальною інновацією 1980-х стало поширення персональних комп'ютерів. Стрімке зростання їхньої популярності було спричинене не тільки тим, що цей доступний за ціною та порівняно невеликий настільний прилад нічим не нагадував дуже дорогі електронно-обчислювальні машини, схожі на величезні залізні шафи. Сама ідея можливості вільного обміну інформацією, покладена в основу комп'ютерної революції, виявилася привабливою для багатьох людей у всіх куточках світу.

Мені здається важливою думка Мануеля Кастельса про те, що «революція в інформаційних технологіях може і неусвідомлено поширювала через матеріальну культуру наших суспільств визвольний дух, який розцвів у рухах 1960-х років». Такі новатори, як Стів Джобс, Стів Возняк і багато інших, «навмисно повернули в інший бік централізовані технології світу корпорацій, почасти за переконаннями, а почасти щоб створити для себе ринкову нішу». Справді, сам по собі «нагolos на персоналізовані технічні пристрої, на інтерактивність, на мережі, безупинний пошук нових технологічних проривів, навіть коли вони, здавалося б, не мали особливого сенсу для бізнесу, ніяк не узгоджувався з обережною традицією світу корпорацій»¹⁴⁰.

Такі ідеї, витоки яких справді можна знайти в суспільних рухах бурхливої епохи 1960-х, подобалися не всім. У 1971 році була опублікована книга Айн Ренд¹⁴¹ із показовою назвою «Повернення примітиву. Антиіндустріальна революція» (Return of

¹⁴⁰ Кастельс М. Информационная эпоха. Экономика, общество и культура / М. Кастельс. — М.: Гос. ун-т Высшая школа экономики, 2000. — С. 29, сн. 5.

¹⁴¹ Айн Ренд (1905–1982) — американська письменниця й філософ, яка народилася в Петербурзі (її справжнє ім'я було Аліса Розенбаум), потім вона емігрувала в США в 1925 р.

the Primitive. The Anti-Industrial Revolution)¹⁴². Перепортаючи книгу, увесь час питаєш себе: «Повернення примітиву» — це про кого? Про таких, як інноватор Стів Джобс, типовий представник епохи 1960-х, який увібрав у себе всі її особливості? Коли створювалася нова постіндустріальна економічна система, та й взагалі нова цивілізація, багатьом не одразу вдавалося зрозуміти сутність того, що відбувалося, — потрібен час, щоб побачити результати. А поки вони не помітні, усе, що відбувається, сприймалося лише як «антиіндустріальна революція». Якщо вважати, що символами капіталізму є не комп'ютери на біржі, а дим із труб заводів, то коли звичні труби перестають димити, а на заміну їм приходять якісь незрозумілі комп'ютери — це трагедія та крах цивілізації.

Іноді пишуть, що комп'ютерна революція, яка почалася в Америці (а почалася вона, як відомо, саме там), була частиною гонки озброєнь і фінансувалася військовими. Частка правди в цьому справді є. Пентагон щедро оплачував усі дослідження, пов'язані з електронікою, і навіть Інтернет був спершу розроблений на початку 1960-х років у військовій дослідницькій організації DARPA (Defense Advanced Research Projects Agency). Однак двоє довговолосих хлопців у потертих джинсах, Джобс і Возняк, які збирали в гаражі перший персональний комп'ютер, не мали відношення до військових і гонки озброєнь.

Тоді здавалося, що творці комп'ютерної революції перемогли ненависну їм «систему» і Великого Брата із книги Джорджа Орвелла. Через десятиліття з'ясувалося, що Інтернет і персональні комп'ютери (особливо смартфони) дуже ефективно можуть використовуватися владою для тотального стеження. Але навіть ця обставина не перекреслює привабливості ідеї вільного обміну інформацією та можливості за секунди зв'язатися із друзями або діловими партнерами в будь-якій частині світу. Тому це ще велике питання, хто кого переміг.

«Неможливо переоцінити значення того факту, що саме розвиток інформаційних технологій створив глобальну економіку». І, незважаючи на «нинішні економічні труднощі, буде посилюватися процес... миттєвого поширення інформації, невідкладного виявлення фінансових ризиків і можливостей.

¹⁴² Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / А. Рэнд. — М.: Альпина Паблишер, 2011.

Такі незвороні тенденції розвитку в ХХІ столітті»¹⁴³, — оптимістично стверджував Лео Меламед у травні 2009 року.

Рональд Рейган і Маргарет Тетчер

У 1980-х роках інформаційні технології змінили світ і повсякденне життя — персональні комп'ютери й перші мобільні телефони, а потім поява Інтернету (у ті роки ще мало відомого). Ці технології якраз і стали ключовою інновацією для реструктуризації індустріальної економіки. Реструктуризації сприяла також поява на початку 1980-х таких харизматичних лідерів, як Рональд Рейган і Маргарет Тетчер. Свою справу вони зробили, попри певний консерватизм, змогли вивести із глибокої депресії економіку США й Великої Британії, а це стало поштовхом для всієї світової економіки.

В Англії з приходом до влади «залізної леді», Маргарет Тетчер (прем'єр-міністр у 1979–1990 рр.), яка обрала курс на відновлення ринкових механізмів керування економікою, спроби націоналізації закінчилися. У 1980-х роках було реприватизовано близько 100 найбільших державних підприємств, зокрема British Petroleum, British Telecom, British Airways тощо. Під час хвилі приватизації ці підприємства не повертали колишнім власникам, а велику кількість акцій продавали співробітникам приватизованих компаній. Надходження від приватизації в бюджет у 1979–1999 рр. становили 80 млрд фунтів, а вільні капітали, що досягали 40 млрд фунтів, були спрямовані на ринок цінних паперів. Одним із наслідків цього стало збільшення кількості індивідуальних інвесторів до 25% дорослого населення Великої Британії. Завдяки такій політиці уряду Тетчер з кінця 1980-х почався загальний економічний і промисловий підйом. Сервісний сектор економіки остаточно випередив промисловий, що цілком природно для зрілої економіки, у якій індустріалізація вже стала пройденим етапом¹⁴⁴.

¹⁴³ Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблишер, 2010. — С. 13.

¹⁴⁴ З 1950 по 2000 р. частка промислового виробництва у ВВП Великої Британії скоротилася з 28,6% до 22,6%, а частка сервісного сектору економіки зросла з 61,5% до 70,3%. У середньому для Західної Європи частка сервісного сектору становила в 2000 р. 66%.

А в США в 1981 році на президентських виборах переміг представник республіканської партії Рональд Рейган (у минулому кіноактор і радіоведучий, потім губернатор штату Каліфорнія), який став 40-м президентом (1981–1989). Акторська майстерність блефу допомогла Рейгану під час заострення холодної війни. У 1983 році була оголошена свідомо нереалістична військова програма, «Стратегічна оборонна ініціатива»¹⁴⁵. Вона спричинила відповідну гонку озброєнь у Радянському Союзі, який із цим не впорався. Зрештою це стало однією з причин, які призвели до «перебудови» Горбачова й розпаду СРСР. Рейган переміг у цій грі, та вже тільки за це увійшов в історію.

Новий президент рішуче діяв і в економіці. Він почав керувати державою, коли тривала глибока економічна криза 1970-х, яка особливо загострилася в 1979 році. Ринок цінних паперів поринув у депресію, а президент Джиммі Картер не знав, що робити з економікою, розповідав про необхідність заощаджувати електроенергію й ходив у Білому домі у свєтрі. Ті роки дістали назву «епоха інфляції», на заправках були черги за бензином, і популярною стала приказка *cash is trash* («гроші це сміття»). Інвестори вкладали капітали в основному в золото, а серед дівчат поширилася мода носити намиста з південноафриканських золотих монет — кріюгеррандів, кожну з яких продавали за ціною чистого золота.

У своїй промові від 15 липня 1979 р. президент Картер заявив, що криза довіри охопила народ, загрожуючи зруйнувати соціальне та політичне життя країни. Економісти прогнозували, що в майбутньому інфляція буде тільки збільшуватися, а економічне зростання гальмуватися. Навіть оптимістично налаштований економіст Пол Самуельсон вважав, що в 1980-ті роки можна чекати 9% річної інфляції та

¹⁴⁵ На практиці йшлося про розміщення на орбітальних космічних станціях надпотужних рентгенівських лазерів для завдання першого удару по пускових установках радянських балістичних ракет. Технічно програма була нездійсненна (це стало ясно лише потім), але в СРСР повірили в цей блеф і почали розробляти наземні лазерні установки, щоб збивати американські орбітальні станції. Зробити це так і не змогли, а радянський космічний шатл «Буран», на створення якого були витрачені величезні гроші, так ніколи й не злетів і довго стояв, іржавіючи, просто неба на заводі. Історія ця загальновідома, і я коротко переказую по пам'яті те, що писали із цього приводу в різні роки.

8 % безробіття, а зростання ВВП буде не більше 2 % на рік¹⁴⁶. Картер так і залишився в історії як президент, що не зумів зупинити інфляцію. А от Рейган зумів, неважливо якою ціною, і став сприйматися як рятівник Америки.

В «епоху інфляції» розмови на теми грошей стали звичайною справою серед представників середнього класу, які раніше зберігали свої заощадження на банківських депозитах і не надто замислювалися про прибутковість інвестицій. Саме тоді у свідомості таких індивідуальних інвесторів відбувся вирішальний перелом на користь цінних паперів. Після розуміння того, що заощадження з'їдає інфляція, і що прибуток за банківськими депозитами не може покрити зростаючих збитків, в інвесторів з'явився інтерес до інших способів вкладення капіталів. До того ж взаємні фонди пропонували для цього багато можливостей, і самим інвесторам не потрібно було порівнювати прибутковість різних цінних паперів.

У роки інфляції поширилася мода жити в кредит, особливо після того, як у другій половині 1970-х років кредитні картки стали звичайною справою¹⁴⁷. У 1975 р. у США борги за кредитними картками збільшилися до 15 млрд доларів (при загальній сумі споживчого кредиту 167 млрд доларів). До 1979 року, коли інфляція зросла вдвічі, ці борги становили вже близько 50 млрд доларів, а загальна сума заборгованості за кредитами — 315 млрд доларів. Кількість користувачів кредитних карток досягла 60 млн¹⁴⁸.

Хоча інфляція поглинала прибутки корпорацій, компанії не зменшували зарплату, тому «білі комірці», які сиділи в офісах — і кваліфіковані фахівці, і просто менеджери, — почували себе загалом непогано. А керівники компаній — ще краще. Вони грали в гольф, їздили на полювання й проводили час у розкішних будинках за містом. Основна частина прибутків корпорацій виникала за рахунок не зовсім законних операцій, настільки хитро замаскованих, що за ними важко було стежити.

¹⁴⁶ Vedder R. Out of Work. Unemployment and Government in Twentieth-Century America / R. Vedder, L. Gallaway. — N. Y.: New York University Press, 1997. — P. 220.

¹⁴⁷ Перші банківські картки з'явилися на початку 1950-х років, у 1970-х роках їхнє використання стало масовим, а з початку 1980-х років поширилися банкомати.

¹⁴⁸ Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. — N. Y.: Simon & Schuster, 1994. — P. 190–191.

Індекс Доу-Джонса весь час коливався то в один, то в інший бік, а газети полюбляли писати про смерть ринку акцій, які нібито ніхто ніколи більше не купуватиме. Замовлень на придбання акцій справді ставало менше. Однак і тоді були оптимістично налаштовані інвестори. Уоррен Баффет вважав, що настав дуже вдалий час для придбання акцій, які подешевшали. «Майбутнє ніколи не здавалося мені більш ясним... Зазвичай на ринку цінних паперів ви платите надбавку за... упевненість у майбутньому. Але насправді непевність є другом покупця, орієнтованого на отримання прибутку в довготерміновій перспективі»¹⁴⁹. Баффет та інші інвестори, які загалом зберігали спокій, так і робили, створюючи основу свого багатства. Ці інвестори впевнено протистояли «ведмежим» настроям ринку. Була в цьому інтуїція чи раціональний розрахунок на те, що будь-яка гра на зниження рано чи пізно зміниться грою на підвищення? Оптимістичним інвесторам дуже пощастило, коли в 1979 році Картер, уже не знаючи, що робити з економікою, призначив Пола Волкера головою ФРС (1979–1987). Ще більше їм пощастило, коли президентом став рішуче налаштований Рональд Рейган.

Рейган, мабуть, під впливом ідей Мілтона Фрідмана, зробив дерегуляцію основою економічної політики, об'єднавши в коаліцію представників різних рухів. Він неодноразово казав, що чим менше уряд буде втручатися в економіку та в життя суспільства, тим більшою буде особиста свобода і свобода підприємництва. На основі принципу невтручання держави у вільні ринки, президент зміг з 1981 по 1989 рік знизити рівень інфляції з 12,5 % до 4,5 %, а рівень безробіття — з 7,5 % до 5,3 %. При цьому ВВП США в 1980 р. скоротився на 0,3 %, а в 1988 р. зріс на 4,1 %. Для зрілої економічної системи це непоганий показник темпів зростання. Усі заговорили про «рейганоміку» — особливу економічну політику нового президента¹⁵⁰. «Рейганоміка» проявлялася в поєднанні

¹⁴⁹ Buffet W. You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus / W. Buffet // Forbes. — 1979. — 6 Aug.

¹⁵⁰ Найрадикальніший крок з дерегуляції ринків адміністрації Рейгана зробити так і не вдалося — закон «Про дерегуляцію фінансових інститутів» (Financial Institutions Deregulation Act), підготовлений у 1983 році, не був схвалений конгресом. Проект закону пропонував, зокрема, дозволити банківським холдинговим компаніям займатися операціями із цінними паперами.

невтручання держави в бізнес та політики зниження податків, що, за задумом, мало стимулювати інвестиції. У цієї політики було чотири ключові елементи: обмеження грошової маси для зниження інфляції (у цьому Рейгана підтримував голова ФРС Пол Волкер); зниження податків на 25 %; збалансованість бюджету за рахунок контролю внутрішніх витрат; ослаблення державного втручання в економіку.

Критики такої політики заявляли, що зниження податків вигідно лише багатим, представником інтересів яких був Рейган. Державне фінансування всіх невійськових програм скоротили, а військовий бюджет збільшили з 4,9 % до 5,8 % ВВП на рік, що для мирного часу було безпрецедентним. Але, хай там як, економічна політика Рейгана (зокрема податкова) пожвавила американську економіку після тривалого періоду спаду в 1970-х роках і стала основою економічного буму 1990-х.

Однак одразу після обрання нового президента ще не була зрозуміла його позиція в питаннях економіки. Рейган, налаштований загалом консервативно, у публічних виступах висловлював різні думки щодо економіки. Він був прихильником золотого забезпечення долара, і в цьому його думка не збігалася з позицією Пола Волкера, який розумів, що епоха золотого паритету назавжди пішла в минуле. Єдиним, що поєднувало його з Рейганом у поглядах на економіку, була їхня прихильність до монетаризму. Але президенту, мабуть, був ближчим підхід Мілтона Фрідмана, який постійно критикував Волкера. А Фрідман пропонував ще суворіші заходи.

Пола Волкера не можна було назвати послідовником Фрідмана, хоча деякі його монетаристські ідеї він використовував. Одразу після президентських виборів Волкер ще більше посилив свою сувору фінансову політику, підвищив процентну ставку до 14 %, а потім і до 15 %. Він був готовий поставити економічну систему на межу рецесії, порівняну з роками Великої депресії, аби тільки зупинити інфляцію. І справді, до 1983 року вона знизилася з 12 % до 4 %. Саме вдала фінансова політика Волкера дозволила потім Рейгану зменшити податки, почати лібералізацію бізнесу, досягти відновлення економіки та отримати потрібну йому підтримку фінансистів.

Незабаром після інавгурації Рейган заявив, що економічне становище Америки найгірше після 1930-х років. За його словами, країні загрожувало економічне лихо величез-

них масштабів і потрібні були рішучі заходи, щоб не почалася справжня депресія. Президент стверджував, що монетаризм є найкращим засобом зниження інфляції (у цьому його погляди збігалися з позицією Маргарет Тетчер). «У нас зараз інфляція не тому, що люди дуже добре живуть, а тому, що добре живе уряд», — говорив Рейган. Причини інфляції були, звісно ж, не в цьому, але популярності новому президенту такі слова додавали. Рейган не раз заявляв, що зниження податків стимулює економіку, тому що залишає більше грошей для інвестицій. Однак не було ніякої гарантії, що зменшення оподаткування справді підвищить інвестиції. Ще однією улюбленою ідеєю Рейгана був збалансований бюджет, хоча на практиці ця позитивна ідея виявилася далекою від реальності — при новому президенті дефіцит бюджету незабаром почав збільшуватися.

Новим міністром фінансів став Дональд Ріган, який до того керував Merrill Lynch. Ця звістка стала причиною ентузіазму на Уолл-стріт, де вважали, що професійний фінансист буде відстоювати інтереси бізнесу. До того ж Ріган був відомим прихильником дерегуляції економіки. У жовтні 1981 р. в інтерв'ю він казав, що «дерегуляція фінансових установ» є його головною метою і що він спробує «якнайшвидше здійснити дерегуляцію процентних ставок»¹⁵¹. Рігану нелегко було працювати на новій посаді, а також управляти казначейством, тому що Волкер часто протистояв йому. А реальної підтримки з боку президента не було. «Дотепер я не провів жодної хвилини наодинці з Рональдом Рейганом, — писав у березні 1981 р. Дональд Ріган. — Як можна виконувати роботу, якщо її завдання не визначене?»¹⁵².

Рейгану допомагала віра у військову силу та у ринкову економіку. Тому в першому ж проекті бюджету, розробленому його адміністрацією, збільшувалися військові витрати та скорочувалися податки. Але оскільки заощаджень в країні не вистачало для поставлених задач, виник дефіцит бюджету. Його потрібно було якось фінансувати, але через обмежений розмір грошової маси довелося знову піднімати процентну ставку. Реакцією на це став дефолт у Мексиці в серпні 1982 р., а по-

¹⁵¹ Kowan E. How Regan Sees the Budget / E. Kowan // The New York Times. — 1981. — Oct. 18.

¹⁵² Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. — N.Y.: Harcourt Brace, 1988. — P. 142.

тім і міжнародна боргова криза. У відповідь на це ФРС трохи знизило ставки, після чого почався період швидкого економічного зростання середини 1980-х. «Відпущені гальма призвели до швидкого підйому економіки, її відродження було настільки ж сильним, наскільки глибокою була недавня рецесія... американці насолоджувалися збільшенням реальних доходів»¹⁵³.

Банки охоче видавали кредити, а приплив іноземних капіталів збільшився — не тільки через довіру до Рейгана, який випромінював рішучість, але й через зростання прибутковості фінансових активів і загального посилення долара. Дорогий долар спричинив збільшення імпорту, а це задовольняло надлишковий попит і вело до зниження ціни. «Виник процес, який надалі розвивався сам по собі. При цьому сильна економіка, сильна валюта, великий дефіцит бюджету і дефіцит зовнішнього торгового балансу посилювали одне одного, що призвело до неінфляційного зростання». Цей кругообіг Джордж Сорос назвав «імперським колом Рейгана», тому що він надавав можливість «нарошувати військову силу країни за рахунок залучення товарів і капіталу через кордони»¹⁵⁴.

Завдяки ринковому фундаменталізму, який панував у часи Рейгана, банки отримали ще більше свободи у виборі, кому видавати кредити. Були зняті всі обмеження, створені в часи Великої депресії, і банки змогли розвивати нові напрямки діяльності. А відмінності між інвестиційними та комерційними банками поступово стиралися.

Лібералізація світових ринків цінних паперів

Ще з часів Другої світової війни в усіх країнах існували численні обмеження на валютні операції та міжнародне переміщення капіталів. Лібералізація міжнародних фінансових потоків у США, Великій Британії та Японії розпочалася наприкінці 1970-х років, коли майже одночасно й незалежно ці країни стали усувати перешкоди для вільного руху фінан-

¹⁵³ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 129.

¹⁵⁴ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 130.

сових потоків, щоб створити рівні умови для всіх учасників світового ринку цінних паперів.

У США дерегуляція експорту капіталу почалася ще в 1960-х роках. Велика Британія скасувала контроль над міжнародними фінансовими операціями в 1979 р., а в Японії в 1980 році усунули обмеження на експорт капіталу. Оскільки ці країни були ключовими учасниками світової економіки, початок лібералізації одразу стимулював міжнародні фінансові потоки.

У Німеччині експорт капіталу був майже вільним з 1958 року, і останні обмеження зняли в 1981 р. На Франкфуртській біржі, основному центрі операцій із цінними паперами, податок на операції з акціями (0,25 %) і облігаціями (0,1 %) остаточно скасували в 1991 році. У Швейцарії проблем з вільним переміщенням капіталів взагалі ніколи не було, а от Франція очікувала більше десяти років, знявши обмеження на експорт капіталу та інші міжнародні фінансові операції тільки в 1990 році. І лише Люксембург залишався осторонь, хоча потім і він став поступатися позиціями. Ринок цінних паперів цього фінансового центру був надто слабкий, а обороти Люксембурзької біржі — надто малими, щоб приваблювати великих інвесторів. І хоча на цій біржі котирувалося 80 % усіх випущених єврооблігацій, конкурувати з Лондоном вона не могла.

Рональд Рейган разом із міністром фінансів Дональдом Ріганом в 1982 році оголосили про необхідність лібералізації законів про банківську діяльність¹⁵⁵. Президент вважав, що це допоможе банкам поліпшити своє не дуже добре становище, спричинене високими процентними ставками. Він назвав ці зміни найбільшою подією у світі фінансів за останні роки. Справді, вони підштовхнули швидке збільшення кількості небанківських фінансових організацій, зокрема взаємних фондів.

Потім із середини 1980-х років в Англії, Франції, Німеччині та інших промислово розвинених країнах почався процес загальної дерегуляції ринків і приватизації державних

¹⁵⁵ Ще в 1980 р. видали Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, який значно скоротив втручання держави в роботу фінансових організацій, а виданий 15 жовтня 1982 р. новий закон Гарна-Сен Жермена (Garn — St. Germain Act) дозволив банкам конкурувати на рівних умовах з небанківськими фінансовими організаціями в боротьбі за місце на ринку та за залучення клієнтів. Крім того, закон дозволяв ощадно-позичковим асоціаціям (Savings and Loans associations) розширити свою присутність на ринку кредитних послуг.

підприємств, в основному пов'язаних із фінансами, електроенергією, телекомунікаціями та мас-медіа. І хоча самі по собі дерегуляція та приватизація ще не гарантують прискорення економічного зростання, вони його стимулюють.

Загальна реструктуризація індустріальної економіки супроводжувалася сильним суспільним опором демонтажу держави загального добробуту (welfare state), особливо в Європі. А от у Японії ці зміни відбувалися безболісно. Там не було (або майже не було) спаду 1970-х років, і післявоєнне зростання плавно перейшло у бум 1980-х, який супроводжувався розквітом високих технологій. Японська держава загального добробуту процвітала, а сильно виражене державне втручання в економіку допомагало утримувати необхідний курс. Тимчасові економічні труднощі у провідних країнах Заходу виявилися вигідними для Японії, висунувши її у світові економічні лідери.

Прикладом невдалої реструктуризації індустріальної економіки став Радянський Союз часів Горбачова — про це багато було сказано й написано. А спроби зробити в СРСР «комп'ютерну революцію» добре прокоментував Мануель Кастельс у своїй книзі про інформаційну епоху. Тому ми тут не будемо торкатися історії перебудови та подій після неї.

Спад початку 1980-х років у США

У травні 1981 року, коли кредитна політика ФРС стала максимально жорсткою і процентну ставку підвищили до 14%, це спричинило нестабільність кредитного ринку. Не найкращі перспективи були також і в ринку облігацій. Такі песимістичні настрої можна зрозуміти — інфляція досягла 15 %, ринок облігацій перебував у нестабільному стані, а індекс Доу-Джонса не піднімався вище 1000 пунктів.

На нові випуски акцій попит теж був слабким, і багато компаній стали використовувати фінансування за допомогою короткотермінових векселів. Збільшувалися витрати бізнесу, а це означало, що їхнє фінансування буде перекладено на споживачів товарів і послуг.

Тим часом почалося скорочення виробництва, і ціни на акції великих промислових підприємств стали знижуватися.

Компанії відмовлялися від проведення емісій облігацій через збільшення витрат на їхній випуск і відсутності впевненості у вдалому розміщенні таких паперів за тих умов. Через це промисловий спад тривав, і більшого значення набував імпорт.

Товари іноземного виробництва витісняли американські (особливо це стосувалося автомобілів і побутової електроніки), і на початку 1980-х років часто говорили про зниження конкурентоспроможності Америки. Таким чином підвищення інфляції на тлі низьких темпів економічного зростання призвело до стагфляції, яка почалася ще наприкінці 1970-х років.

Зміцнення долара та новий підйом

Ніщо не передвіщало, що Рейган зможе впоратися із цією тенденцією стагфляції, але незабаром почав зростати курс долара, і це змінило все. Не думаю, що в цьому заслуга самого Рейгана — на той час він ще не встиг провести ніяких реформ. Справа була у вдалій політиці ФРС, яка посилювала кредитні вимоги і підняла ставку рефінансування до 20 % (вартість банківського кредиту досягла 21,5 %). Зазвичай настільки високі ставки призводили до застою на ринку (що й було в 1980 році). Улітку 1981 р. конгрес затвердив закон про податок для відновлення економіки. Ставку оподаткування на всі види довготермінового прибутку помітно знизили, на валютному ринку курс долара спершу стабілізувався, а потім став зростати.

Усе це було сприйнято іноземними інвесторами як ознака того, що політика Волкера вірна і він зміг подолати інфляцію. Інвестори знову стали вкладати капітали в долари та американські облігації, і курс зростав через це ще швидше, піднявшись із 1981 до 1985 р. на 40 %. Інтерес інвесторів до валютних операцій, а потім і облігацій почав стимулювати спершу фінансові ринки, а потім і економіку загалом, незважаючи на те, що темпи інфляції в цей час залишалися високими.

У середині 1982 року загальний настрій на ринку цінних паперів став змінюватися. З'явилися перші ознаки наближення нового «бичачого» тренду, а потім почалося поживання на ринку. Ті, хто наприкінці 1970-х скуповував великі пакети акцій за зниженою ціною, були у вигравіші. А з 1982 р. поча-

лася хвиля споживчого буму, яка нагадувала 1950-ті роки. Споживачі відчували наслідки зміцнення долара — тепер у перерахуванні на долари якісні іноземні (в основному японські та німецькі) товари стали доступніші для них.

Хоча пожвавлення в економіці вже стало помітним, критики Пола Волкера звинувачували його в тому, що надмірно тверда кредитна політика ФРС якраз і створила сильний спад. За словами Дональда Рігана, Волкер справді «випалив інфляцію», але настільки часто використовував штучну корекцію процентних ставок, що «після цього припікання в пацієнта майже на два роки оніміла права рука»¹⁵⁶.

Так у 1982 р. відбулося остаточне приборкання інфляції 1970-х років, яка підривала віру в економічне зростання і в стабільність долара. Як тільки запроваджене ФРС обмеження на кількість грошей в обігу зупинило розвиток інфляційних процесів, процентні ставки знизилися. До того ж адміністрація Рейгана не тільки зменшила ставки оподаткування, але й послабила регулювання, яке гальмувало розвиток підприємництва. Якби в 1982 році інвестори зрозуміли, які вигоди обіцяє їм ситуація після зниження процентної ставки, вони змогли б передбачити наступне різке зростання інвестицій і підйом цін на акції.

І справді, із середини серпня 1982 року почався один із найтриваліших у XX столітті періодів «бичачого» тренду на ринку. Він ще більше змінив настрої середнього класу, який повірив, що ринок цінних паперів може бути засобом збагачення. З 13 серпня став зростати індекс Доу-Джонса, піднявшись з оцінки 776 до 901 наприкінці місяця. А до 22 жовтня він зріс до 1036, що було абсолютним максимумом за десять років. Серед інституційних інвесторів виник ажіотажний попит на цінні папери. Wall Street Journal і журнал Money писали про ейфорію серед інвесторів і про те, що час нового «бичачого» ринку нарешті настав¹⁵⁷. З 1982 по 2005 рік ринок цінних паперів зростав (з перервами в 1987 і 2000 рр.) у середньому на 13% за рік (з урахуванням складного відсотка). Ті, хто інвестував свої капітали в акції у 1982 році та продов-

¹⁵⁶ Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. — N. Y.: Harcourt Brace, 1988. — P. 172.

¹⁵⁷ Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. — N. Y.: Simon & Schuster, 1994. — P. 232.

жував тримати ці папери, у 2005 році отримав би в 16 разів більше, ніж вклав.

З інновацій у ці роки в центрі уваги була біотехнологія, яка виконувала тепер ту саму роль, що електроніка в 1960-ті. Усі раптом заговорили про чудеса генної інженерії, і символом нового буму стала компанія Genetech, яка розмістила свої акції на ринку в 1980 році. За двадцять хвилин після початку розміщення їхня ціна збільшилася втричі — інвестори вірили, що Genetech повторить історію IBM.

Ціни акцій деяких інших біотехнологічних компаній зросли в 30 разів більше номіналу, хоча вони найчастіше не мали реальних доходів — їхнє отримання лише прогнозувалося через декілька років. Компанії обіцяли створення нових ліків, які нібито мали спричинити революцію в медицині (першим із них став інтерферон), хоча ніхто не аналізував, наскільки ці ліки будуть затребувані і якими будуть їхні реальні обсяги продажів.

Закінчився біотехнологічний бум, як і можна було очікувати, спадом у другій половині 1980-х років. Більшість акцій цих компаній втратили в ціні до 75 %, особливо під час кризи 1987 року, і продовжували падати, навіть коли почалося відновлення ринку наприкінці 1980-х. Інвестори втратили інтерес до цих паперів — їх стали приваблювати акції, які дають реальні доходи зараз, а не обіцяють колись у непевному майбутньому.

Боргова криза

Початок нового періоду зростання ненадовго затьмарила боргова криза 1980-х років у Латинській Америці, почасти спровокована політикою Пола Волкера. Коли в 1970-х роках багато країн цього регіону почали реалізовувати великі економічні й промислові проекти, вони фінансували їх за рахунок кредитів, отриманих в американських банках¹⁵⁸. Процентні

¹⁵⁸ Після створення Організації країн — експортерів нафти (ОПЕК) у найбільших світових банках утворювався надлишок депозитів нафтовидобувних країн. Ці капітали перерозподілялися у формі кредитів, які надавалися імпортерам нафти, а також для фінансування дефіциту платіжного балансу деяких країн. Під час видачі кредитів банки орієнтувалися на кредитні рейтинги, не враховуючи, що вони зростали разом з отриманням країнами кредитів. Так нагромадилося багато великих ризикованих кредитів.

ставки за цими кредитами, взятими у доларах, були пов'язані з величиною еталонної короткотермінової процентної ставки Лондонського ринку міжбанківських кредитів (LIBOR). Коли Волкер для боротьби з інфляцією значно підвищив процентні ставки (з 3,2% у 1979 р. до 8,1% у 1981 р.), піднялися й ставки LIBOR. Після цього латиноамериканські країни вже не могли обслуговувати свої борги, реальна сума яких збільшилася через девальвацію валют країн-боржників. Так у країнах Латинської Америки почалася серія дефолтів за державними боргами.

У 1982 р. Мексика оголосила про нездатність повернути зовнішні борги, які досягали 77 млрд доларів. У липні цього року прибутковість мексиканських облігацій була лише трохи меншою, ніж в облігацій Світового банку. Тому всі інвестори вважали, що ймовірність дефолту в Мексиці вкрай мала. Однак через місяць, у середині серпня, у Вашингтон прибула делегація мексиканських чиновників, повідомивши, що гроші закінчилися і Мексика більше не може платити відсотки за своїми облігаціями.

Обсяг іноземних капіталів, інвестованих у країну, зріс із 3,7 млрд доларів у 1979 році до 10,4 млрд у 1980 р. і 14,5 млрд у 1981 р. Позики для реалізації програми швидкої модернізації та створення промисловості були взяті в євродоларах у лондонських філіях американських банків і фінансових компаній. Найбільші кредитори — Bank of America і Manufacturers Hanover Trust — надали 4 млрд доларів. Тому мексиканський дефолт поставив під загрозу саме існування й цих, і близько десяти інших великих американських банків, які вклали в Мексику загалом 25 млрд доларів. Надія була тільки на допомогу ФРС. У самій Мексиці дефолт спричинив загальну фінансову кризу, після чого довелося провести націоналізацію банківської системи, де до того домінували приватні банки. Потім подібні кризи відбулися в Бразилії (з боргами близько 80 млрд доларів), Аргентині (40 млрд) та інших країнах.

Уникнути дефолту більшості латиноамериканських країн вдалося лише завдяки позикам з боку уряду США та Банку міжнародних розрахунків (Bank for International Settlement, BIS), а також перегляду графіка виплат за позиками. Однак тривала й важка рецесія однаково настала. У 1986 році дохід на душу населення Мексики був на 10% менше, ніж

у 1981-му, а реальні заробітні плати виявилися на 30 % нижче докризового рівня.

Подібно до того, як колись у 1890 році крах банку братів Берингів набув значно більшого масштабу, ніж могло спершу здаватися, так і проблеми в Латинській Америці торкнулися всіх основних фінансових центрів, ставши міжнародною борговою кризою. Багато в чому вона виявилася продовженням нестабільності другої половини 1970-х років. І справді, перший підйом цін на нафту призвів до рецесії 1973–1975 років. А після нового стрибка цін на нафту в 1979 році почалася ще одна, глибша рецесія 1980–1982 рр. Виникнення ринку євродоларів створило цілу хвилю великих міжнародних банківських кредитів, загальна сума яких зросла з 40 млрд доларів у 1975 р. до 160 млрд у 1980 р.¹⁵⁹ А зовнішній борг країн, що розвивалися, збільшився зі 126 млрд доларів у 1975 р. до 455 млрд у 1982 р. Дві третини цього боргу припадало на країни Латинської Америки¹⁶⁰. До того ж якщо в 1960-х роках іноземний капітал надходив у цей регіон в основному у формі державних позик (60 %), то в середині 1970-х років частка приватних позик зросла з 40 % до 75 %, а до кінця десятиліття — до 87 %¹⁶¹. Не дивно, що саме там почалася боргова криза.

Початок міжнародної боргової кризи вимагав узгодженого втручання багатьох фінансових організацій. Просто зібрати капітали для підвищення ліквідності країн-боржників було недостатньо. Розміри національного боргу країн, в яких була криза, виявилися величезними, тому їхній дефолт міг би спричинити проблеми у всій світовій банківській системі. Основними координаторами допомоги стали МВФ і Банк міжнародних розрахунків (BIS). Для кожної з країн-боржників створювали свої плани виходу із кризи. Банки разом із МФВ надавали країнам необхідні капітали, а країни-боржники були зобов'язані прийняти запропоновані МВФ програми, щоб поліпшити свій платіжний баланс.

¹⁵⁹ Jones G. *British Multinational Banking 1830–1990* / G. Jones. — Oxford: Oxford University Press, 1993. — P. 350.

¹⁶⁰ Bird G. *Commercial Bank Lending and Third World Debt* / G. Bird. — London: Springer, 1989. — P. 2–3.

¹⁶¹ Devlin R. *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story* / R. Devlin. — Princeton: Princeton University Press, 1989. — P. 23–24.

Вибух на ринку цінних паперів

Початок зростання ринку облігацій

Після того як у серпні 1982 р. ФРС послабила свій контроль над процентними ставками й дала їм можливість знизитися, до початку 1983 р. грошова маса збільшилася на 13 % і став зростати дефіцит бюджету. У 1984 р. процентна ставка досягла нового піка, і прибутковість облігацій Казначейства з терміном погашення 30 років підвищилася до рекордних 14%. Почалося безпрецедентне поживавлення на ринку облігацій, що не мало аналогів протягом усього ХХ століття. Важливу роль у цьому відіграло стрімке зростання ринку «смітєвих» облігацій з його багатомільярдами обсягами. Так само швидко розширювався ринок іпотечних облігацій.

Була також інша причина такого розширення облігаційного ринку. У цей час прибутковість акцій промислових компаній знизилася, і для залучення капіталу використовували переважно облігації. Попри загальний економічний підйом 1980-х років, в американській промисловості відзначався спад, пов'язаний із системною кризою індустріальної економіки та розширенням сервісного, постіндустріального сектору. Колишнє значення ринку акцій сильно зменшилося після того, як у травні 1975 р. скасували фіксовані комісійні брокерів. Це сильно скоротило їхні доходи — у 1976 р. вони загалом одержали на 600 млн доларів менше, ніж у 1975 році.

З появою перших ознак початку гри на підвищення облігаційні позики стали набагато більше використовувати компанії та влада штатів. Ціни на облігації швидко зростали, і на цьому ринку почався справжній бум. «Найразючішим явищем у 1980-х роках було вибухове розширення кредитів, яке не мало історичних паралелей. Збільшення кредитів не відповідало зростанню ВВП і розширенню грошової бази. Я думаю, це відбулося тому, що ми звільнили фінансову систему і створили фінансове підприємництво, але не виробили вну-

трішньої дисципліни й системи контролю»¹⁶², — казав Генрі Кауфман із Salomon Brothers.

Коли популярність облігацій зросла, значно збільшилися обсяги їхньої емісії. З 1977 р. загальна сума заборгованості за облігаціями становила 323 млрд доларів, у 1985 р. — вже 7 трлн доларів. У 1970-х роках маклер з облігацій проводив за день операції в середньому на 7 млн доларів, у 1985 р. — на 300 млн. Саме у цих обсягах і був прихований секрет високих прибутків великих учасників облігаційного ринку, зокрема Salomon Brothers — лідера, який раніше за інших посів на цьому ринку краще місце.

Механізм отримання прибутку був простий. Велика компанія (наприклад, популярна в ті роки IBM) проводила емісію облігацій, скажімо, на 50 млн доларів. Потім вона доручала їхнє розміщення компанії, яка займалася облігаціями (наприклад, Salomon Brothers), а та перепродавала пакет облігацій пенсійному або взаємному фонду. Маклер, який займався операцією, одержував із такої суми комісійні в середньому 62,5 тис. доларів (1,25 %). Здавалося б, 1,25 % — незначні комісійні, але при великих обсягах облігаційних випусків вони були для маклера дуже помітними. А головне, він тепер мав інформацію, де перебуває пакет облігацій, і через деякий час переконував іншого інституційного інвестора, що йому було б вигідно перекупити цей пакет. Перший інституційний інвестор залишався задоволеним — він за короткий час отримав помітний прибуток, другий інвестор також був задоволений — його переконали, що він вигідно придбав зростаючі облігації. А маклер знову одержував свої комісійні. Подальші перепродажі цього пакету можна було продовжувати настільки довго, доки вистачало таланту маклера. І, звісно, якщо папери продовжували зростати. Але в середині 1980-х із цим проблем взагалі не було.

Межа між міжнародними та внутрішніми облігаціями все більше стиралася, особливо після того, як у 1984 р. у США скасували 20 % податок для іноземців на прибуток за облігаціями. Потім такий податок скасували в Німеччині та Франції (там він був ще більшим і досягав 25 %). Відмінності між цими паперами практично зникли на той час, коли в 1989 році Світовий банк випустив облігації глобальної позики на 1,5 млрд

¹⁶² Льюїс М. Покер лжецов / М. Льюїс. — С. 38. — <http://www.booksgid.com>

доларів з терміном погашення 10 років. Їхнє розміщення проводилося через Salomon Brothers у Нью-Йорку й філію Deutsche Bank у Лондоні. Ці облігації мали добрий попит на світових біржах, а розрахунки за ними можна було робити як через європейські клірингові системи Euroclear і Cedel, так і через Центральний депозитарій DTC у США. Так до кінця 1980-х ринок міжнародних облігацій втратив екзотичність і став загальнодоступним і звичним.

У центрі величезного ринку міжнародних паперів (євробондів) опинився Лондон. В Англії багато хто до останнього моменту не сприймав серйозно цей ринок, вважаючи його чимось маргінальним порівняно з «основними» ринками акцій і державних облігацій, поки в середині 1980-х не з'ясувалося, що ринок євробондів набагато перевершує за своїм обсягом ринок британських державних облігацій.

У цей час усі хотіли отримати прибуток на ринку облігацій, розширення якого нагадувало вибух. «Ніколи раніше стільки 24-річних хлопців, які не мають професійної підготовки, не заробляли так швидко таких величезних грошей, як ми в Нью-Йорку й Лондоні в ці десять років, — згадував про середину 1980-х Майкл Льюїс, безпосередній учасник тих подій. — Ніколи раніше не спостерігалось таких різючих відхилень від основного закону ринку — кожен може взяти собі не більше, ніж він вклав»¹⁶³.

У час загального підйому на ринку облігацій, у 1980-х роках, у країнах Європи почали стимулювати вкладення капіталів дрібних інвесторів в акції¹⁶⁴, і в середині 1980-х там почався справжній бум випуску акцій, спричинений як тимчасовим падінням прибутковості облігацій, так і зниженням цін на нафту¹⁶⁵. Надалі, у 1987 році, курс долара (у першій по-

¹⁶³ Льюїс М. Покер лжецов / М. Льюїс. — С. 16. — <http://www.booksgid.com>

¹⁶⁴ В Англії міністр фінансів Найджел Лоусон у 1986 році низив удвічі (до 0,5 %) податок на операції з акціями та запропонував використовувати особисті інвестиційні плани, що надавало можливість інвесторам не сплачувати податки на дивіденди від дрібних пакетів акції. У Франції з ініціативи міністра фінансів Рене Монорі ще в 1978 році почав діяти «закон Монорі», який передбачав скасування податків на дрібні інвестиції в акції. Задум Монорі виявився правильним — кількість дрібних індивідуальних інвесторів зросла з 2 млн у 1978 році до 4 млн у 1985 р. А в Швейцарії з 1985 року пенсійним фондам дозволили вкладати в акції до 30 % своїх активів.

¹⁶⁵ Особливо сильним бум став у Німеччині, де відомі компанії — автомобільна Porsche, комп'ютерна Nixdorf і хімічна Henkel — провели первинне

ловині 1980-х років він був високим) став знижуватися, прибутковість облігацій знову зросла, і бум на ринку акцій став спадати.

Salomon Brothers

Лідером на ринку облігацій був один із найбільших у той час інвестиційних банків Salomon Brothers. Ринок «смітєвих» облігацій контролювала інша високоприбуткова компанія — Drexel Burnham Lambert. Salomon Brothers на цей ринок не претендував — банк зайняв своє місце на ринку облігацій наприкінці 1970-х, коли той ще не був ані прибутковим, ані престижним. Це потім, у 1980-х, коли почався період сприятливої для облігацій фінансової політики Пола Волкера та ФРС, акції стали відходити на друге місце. А ті, хто продовжував із ними працювати, отримували стабільний, але набагато менший прибуток, ніж нові королі облігаційного ринку¹⁶⁶.

«Хоча найвідомішим домом на Уолл-стріт залишається Merrill Lynch, кращим з управління вважають Goldman Sachs, а найстрашнішим для своїх конкурентів є фірма Salomon Brothers. Це прототип найсучаснішого інвестиційного банку. Salomon відрізняє від інших масштаб діяльності на ринках та готовність йти на ризик, якому немає рівних в інших фінансових посередників»¹⁶⁷.

Білл Ліпшуц, знаменитий трейдер валютних ринків, так згадує про свою роботу в Salomon Brothers на початку 1980-х років: «У той час в Salomon торгували опціонами без використання якихось чисельних методів... не думаю, щоб хтось там

розміщення акцій. А Deutsche Bank за один день продав за 3,8 млрд доларів 10% акцій автомобільної компанії Daimler Benz, які належали йому. Американські й британські пенсійні фонди одразу помітили цей бум і вклали в німецькі акції 3,7 млрд марок у 1984 р. і 9,5 млрд у 1985 р. (Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 126).

¹⁶⁶ У середині 1980-х років в Salomon Brothers платили добре — співробітник відділу акцій отримував 48 тис. доларів на рік, по 4 тис. доларів на місяць (тоді професор економіки в університеті отримував 2 тис. доларів на місяць). Щодо доходів на одного співробітника, Salomon Brothers була тоді найприбутковішою компанією.

¹⁶⁷ Bianco A. The King of Wall Street // Business Week. — 1985. — Dec. 9.

знав, що таке модель Блека-Шоулса», який використовується для оцінки опціонів. Зазвичай це виглядало так: приходив один із менеджерів у понеділок ранком і розповідав, як пішов на вихідні купувати собі нову машину і «побачив, що демонстраційний зал Шевроле повний. Тому купімо папери GM»¹⁶⁸. І все. Хлопці не ускладнювали.

Так Salomon став прикладом нового типу інвестиційних банків і не боявся ризикованих операцій з облігаціями, якими займалися «кванти» (аналітики ринків, які використовували математичні моделі) і «фінансові інженери», що розробляли нові інвестиційні продукти. Банк був готовий брати на себе великі ризики, і саме цим він прославився. «Я займався торгівлею облігаціями на Уолл-стріт і в Лондоні. Працюючи на торговельному майданчику компанії Salomon Brothers, я опинився в епіцентрі подій, які визначили стиль епохи. Торговці — майстри швидкого багатства», і за останні роки десятки великих багато багатств виникали майже миттєво. «A Salomon Brothers були, безперечно, королями торговців»¹⁶⁹.

Компанія Salomon Brothers була заснована в далекому 1910 році, коли три «брати Соломончики» — Артур, Герберт і Персі Саломони — заснували свою невелику фірму з капіталом 5 тис. доларів для надання короткотермінових кредитів. Їм дуже пощастило, і незабаром клієнтом фірми став уряд США, включивши Salomon Brothers у групу зареєстрованих дилерів із продажу державних цінних паперів. Так банк став спеціалізуватися на облігаціях, і до шістдесятих років увійшов до кола великих компаній. У 1978 році нащадок засновників Біллі Саломон відійшов від справ, передавши керівництво компанією Джону Гутфренду, партнерові Salomon Brothers з 1963 року¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Багато хто потрапив у Salomon через підготовчу програму. На початку 1980 років у неї охоче брали як кандидатів «не зовсім стандартних людей». Учасників програми за час навчання знайомили з усіма ключовими людьми в компанії. «Нас посвячували в Salomon Brothers і передавали їхню культуру... ця передача культури була дуже важливою справою». Потім, наприкінці 1980-х років, «значна частина цієї культури була втрачена» (Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 44–45).

¹⁶⁹ Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. — С. 16. — <http://www.booksgid.com>

¹⁷⁰ У 1981 р. Гутфренд зненацька для всіх продав Salomon Brothers великій дилерській компанії Phibro, заробивши на цій угоді 8 млн доларів. Біллі

Гутфренд, «відомий на Уолл-стріт як сильний і безжалюгідний фінансист... одне ім'я якого вселяло жах у серця директорів компанії»¹⁷¹, прославився розкішним життям, багатомільйонною квартирою на П'ятій авеню та багатими прийомами для нью-йоркської еліти. Одного разу Business Week надрукував його фото на першій сторінці обкладинки і назвав Королем Уолл-стріт. У Джона був стіл «у загальному торговельному залі, за яким він сидів щодня. За дев'ять років, які я провів в Salomon, я ніколи не сидів від нього далі, ніж за сім метрів». Гутфренд «пройшов увесь шлях, починаючи з рядового трейдера. Коли він був головою, то проводив весь день у торговельному залі, хотів бачити, що там відбувається... Йому було досить глянути вам в очі, щоб довідатися, наскільки вдалою була ваша позиція. Він міг зрозуміти стан вашого портфеля по тому, наскільки схвильованим було ваше обличчя. Salomon Brothers мала унікальну культуру. Люди часто казали про любов Salomon до ризику. Це не означало, що компанія сама шукала ризик, але це... була фірма, яка почувала себе спокійно, коли йшла на ризик або втрачала гроші, за умови, що сама ідея угоди була розумною»¹⁷².

Компанія на той час мала ореол таємниці. «Ми не знаємо, що саме вони роблять, але грошей вони заробляють багато», — говорили в 1980-х роках про Salomon Brothers. Керування всією діяльністю компанії, яка стала тоді одним із лідерів у світі фінансів, «здійснювалося з Кімнати, величезного заповненого тютюновим димом приміщення розміром із третину літакового ангара. Уздовж Кімнати стояли два ряди столів, за якими трейдери, продавці та їхні асистенти сиділи,

Саломон не отримав нічого. Новою компанією Phibro-Salomon управляли тепер два виконавчі директори, Джон Гутфренд і Девід Тендлер, керівник Phibro. Незабаром в Phibro справи пішли гірше й гірше, а бізнес Salomon був на підйомі. Гутфренд непомітно захопив повний контроль над фірмою і в 1986 році повернув їй колишню назву — Salomon Brothers.

¹⁷¹ Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. — С. 2, 38. — <http://www.booksgid.com>

¹⁷² «Salomon Brothers була фірмою, яка майже виключно займалася торгівлею за власними системами, і протягом багатьох років нею керувало декілька дуже сильних харизматичних особистостей. Це були справжні вуличні бійці», вони використовували «власні гроші та... розуміли, що таке йти на ризик. У них була сила характеру, мужність... а також чесність та гідність без сумнівів... Текучості ключового персоналу в фірмі практично не було» (Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 46, 48).

дивлячись в екрани й тримаючи в одній руці шматок піци, а в іншій — слухавку. Щоденна трудова діяльність являла собою какофонію зі стогонів, проклять, лементу на тлі балаканини, вереску й бурмотіння. Віталася будь-яка ексцентрична поведінка доти, поки людина приносила компанії гроші». Щоранку Джон Гутфренд стрімко «пробігав між рядами до свого стола, як випущений з гармати снаряд. Сівши, він уважно оглядав свою армію з-під окулярів у роговій оправі, жуючи незмінну жуйку, а потім починав рвати на дрібні шматочки звіти про невдалі угоди й кидати уривки в купу старих паперів, яка була прямо в торговельному залі»¹⁷³.

У середині 1980-х Гутфренда надихала думка про те, що Salomon Brothers став найбільшим у світі інвестиційним банком з капіталом 3 млрд доларів, активами 68 млрд доларів і прибутком за один тільки 1985 р. 1,1 млрд доларів¹⁷⁴. Компанія претендувала на роль глобального інвестиційного банку, і в неї були на те всі підстави. Відкривалися нові відділення в Лондоні, Токіо, Франкфурті, Цюриху та інших фінансових центрах світу, а кількість співробітників зростає з 2 тисяч у 1982 р. до 6 тисяч у 1987 р. Через банк проходив величезний потік цінних паперів — щовечора на його рахунках залишалися папери в середньому на 80 млрд доларів.

Джон Гутфренд вірив, що одного разу у світі залишиться лише декілька найбільших глобальних інвестиційних банків, а інших конкурентів вони витіснять. Ці глобальні банки утворюють олігополію та будуть піднімати ціни на фінансові послуги, що забезпечить їм стабільне процвітання. Претендентами на роль глобальних банків у 1980-х роках вважали японську компанію Nomura Securities, американський комерційний банк Citicorp і американські інвестиційні банки Salomon Brothers, Goldman Sachs і First Boston. Європейські банки поступалися їм за масштабами своєї діяльності. У цих гло-

¹⁷³ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 469–470.

¹⁷⁴ У середині 1980-х років масштаби діяльності банку вражали, хоча для XXI століття це не так вже й багато. У 2009 році JP Morgan мав активи більше 2 трлн доларів, капітал 155 млрд доларів, прибуток тільки за один другий квартал 4,1 млрд доларів. Інвестиційний банк Goldman Sachs у цьому році мав активи на 890 млрд доларів, капітал 63 млрд доларів і річний прибуток 5 млрд доларів (Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-Стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квак. — М.: Карьера-Пресс, 2013. — С. 76).

бальних планах основною ланкою був Лондон, найбільший фінансовий центр за межами США, який проводив самостійну політику (особливо це стосувалося ринку єврооблігацій).

У середині 1980-х років з Salomon Brothers було пов'язано чимало фінансових інновацій, що стали ключовими для епохи 1980-х. Насамперед це, звичайно ж, поява забезпечених активами іпотечних цінних паперів — mortgage backed securities, MBS (про діяльність відділу іпотечних паперів та його керівника Льюїса Раньєрі докладніше буде далі, у розділі «Ринок іпотечних цінних паперів»).

Ще однією інновацією, що зародилася в Salomon Brothers, стало використання арбітражних угод. Прибуток у них виникав в тому разі, якщо вдавалося знайти великі пакети цінних паперів із заявленою однаковою прибутковістю, яка на момент здійснення операції була різною (наприклад, казначейських облігацій США з різними термінами погашення). Купуючи одні папери та продаючи інші, можна було дочекатися моменту, коли їхня прибутковість зрівняється. А оскільки це були «короткі» продажі, під час яких трейдери фактично не володіли пакетами, а лише брали їх у кредит (щоб продати за вищою ціною, потім викупити за нижчою і повернути власникові, залишивши собі різницю), то подібні операції на великі суми проводили дуже легко. До того ж поширення в середині 1980-х років комп'ютерів значно полегшило пошук потрібних паперів, на яких можна було добре заробити.

Після найбільшого підйому в 1985 р. наступний рік став для банку невдалим, і його прибутки знизилися. Проблеми посилилися у 1987-му, коли контролювати витрати ставало все важче. Керівники банку намагалися розв'язати проблеми адміністративними методами — створили раду директорів і зайнялися кадровими перестановками. Однією з найбільш невдалих реформ стала ліквідація відділу іпотечних паперів, який приносив банку найбільший прибуток. Ці дії були спричинені лише небажанням генерального директора платити більше маклерам, які займалися іпотечними паперами. Наслідки такої економії виявилися несприятливими для банку.

У 1987 році, ще до початку загальної кризи в жовтні, ціна акцій Salomon Brothers різко впала з 59 до 32 доларів, хоча ще недавно всі вважали ці папери одними з кращих для інвестицій. А після кризи їхній курс знизився взагалі до 16 доларів. Але це ще не було крахом — багато співробітників банку

разом із генеральним директором розуміли, що акції згодом неминуче піднімуться та, користуючись нагодою, купували великі пакети паперів. У цьому вони не помилилися — ціни на акції справді зросли.

Великий скандал вибухнув у 1990 р., коли банк Salomon Brothers обвинуватили у спекулятивних маніпуляціях з облігаціями Казначейства. Розміщення державних паперів завжди було вигідним бізнесом, однак Федеральний резервний банк Нью-Йорка, офіційний агент Казначейства, організовував аукціони із продажу облігацій чесно й прозоро. Папери мали рівномірно поширюватися серед учасників фінансового ринку, і банкам не дозволяли купувати надто великі їхні пакети, тому що вважалося, що це робиться зі спекулятивною метою.

У 1990 році, після проведення чергового аукціону з розміщення державних облігацій (загалом, звичайної процедури в діяльності банку), раптово з'ясувалося, що декілька інвесторів, внесених до списків покупців облігацій, під час телефонної розмови з менеджером (який просив підтвердити намір купити ці папери) заявили, що взагалі не збиралися купувати облігації та уперше чують про те, що внесені в ці списки.

Розслідування показало, що трейдери банку довільно використовували імена клієнтів без їхньої згоди, щоб придбати підвищену кількість облігацій зі спекулятивною метою. Salomon Brothers скупив 65 % емісії, хоча він мав право лише на 35 %. Ця справа набула особливого розголосу через чутки в суспільстві про розкішне життя Гутфренда та про те, що він за попередній рік отримав 23 млн доларів премії від банку. Зрештою, у всьому обвинуватили Гутфренда, тому що він не повідомив ФРС про виявлені зловживання в банку, коли скандал ще тільки починався. Тому йому довелося піти у відставку.

Основну частину Salomon Brothers придбала компанія Уоррена Баффета Berkshire Hathaway. В Salomon Brothers відбулися кадрові перестановки, але від появи нового власника для більшості співробітників банку нічого не змінилося. Однак сам факт скандалу, відставка Гутфренда й накладений на Salomon Brothers штраф у розмірі 190 млн доларів стали шоком на фінансовому ринку — адже банк Salomon Brothers був одним із найвідоміших.

Нові настрої на ринку цінних паперів

У 1985 р. хвиля активності охопила також і ринок акцій. Іноземні інвестори (особливо японські та англійські) зацікавилися американськими акціями. Під час підйому 1980-х найбільший попит мали акції високотехнологічних компаній, пов'язаних із комп'ютерами й біотехнологіями. Ці папери виконували таку саму роль, як акції автомобільних компаній наприкінці 1920-х років. Персональні комп'ютери стрімко увійшли в життя багатьох людей, змінюючи їх працю та розваги. Напевно, у першу чергу це торкнулося фінансистів.

На перший план виходили нові галузі виробництва, пов'язані з інформаційними технологіями та сервісним сектором економіки, а значення традиційних «брудних» підприємств (металургійних та інших) зменшувалося — їхню продукцію було вигідніше імпортувати, аніж виробляти на місці. Темпи інфляції знижувалися, і зростання грошової пропозиції нарешті стало уповільнюватися після декількох років швидкого зростання. Разом з енергійним стилем діяльності Рональда Рейгана все це створювало враження, що на ринки акцій повертається давно забутий настрій 1950-х років, про який багато хто так ностальгічно згадував.

Нові вітри повіяли на біржі та Уолл-стріт. Усе більший вплив стали набувати фінансові компанії, які пропонували клієнтам нові види послуг, про які старі інвестиційні банки раніше не замислювалися. Крім звичайного андеррайтингу, поширилися операції з управління пакетами цінних паперів та хеджування ризиків для деривативів. Початок нового періоду «бичачого» ринку ще раз доводив стару істину — на ринках цінних паперів часи застою та спаду неминуче змінюються періодами підйому. Адже така природа цих ринків.

З початком загальної дерегуляції фінансових ринків ФРС стала відмовлятися від багатьох обмежень, запроваджених після краху 1929 року, які гальмували розвиток ринку. Але Конгрес не хотів скасовувати закон Гласса-Стіголла, тому між інвестиційними та комерційними банками як і раніше зберігалася чітке розмежування. Однак ФРС в окремих випадках стала дозволяти об'єднання інвестиційних і комерційних банків, не змінюючи законів, — так було з J. P. Morgan and Company.

У 1980-х великі банки стали брати участь у діяльності ринку брокерських послуг. Bank of America почав підготовку до придбання брокерської фірми Charles Schwab and Company. Незважаючи на всі спроби професійної асоціації The Securities Industry Association, вона не змогла перешкодити цій угоді. Придбанням брокерських домів зацікавилися інші банки, особливо ті, які не могли самостійно займатися андеррайтингом і розміщувати цінні папери. The Securities Industry Association запропонувала, щоб банки купували брокерські фірми через свої дочірні компанії, які займаються цінними паперами. Найвідомішою угодою тих років стало придбання General Electric однієї з найстарших брокерських фірм Kidder, Peabody and Company. Почалися розмови, чи збережуться взагалі незалежні брокери, якщо брокерські фірми будуть поглинені великими корпораціями¹⁷⁵.

У Комісії із цінних паперів і бірж розуміли, що втрачають здатність контролювати ринок цінних паперів. У березні 1982 року встановили новий порядок реєстрації емісій, який одержав назву «Правило 415». Тепер компанії мали можливість заздалегідь зареєструвати право на випуск цінних паперів, щоб використовувати це право в будь-який найкращий для ринкових умов момент (але не пізніше встановленого терміну — зазвичай два роки з моменту оформлення). Нові правила були зручні — протягом цих двох років можна було в будь-який момент швидко організувати емісію. Звичні синдикати тепер стали непотрібними — на їхню організацію не залишалося часу. Компанії-андеррайтери мали викуповувати весь випуск, а вже потім займатися організацією синдикатів.

Великі корпоративні клієнти швидко оцінили всі переваги нових правил — для них вихід на ринок став швидким і більш простим. Усе більше емітентів відмовлялися від сформованих відносин зі старими інвестиційними банками, такими як Morgan Stanley, і зверталися до нових, більш гнучких фінансових компаній. І хоча Morgan Stanley більше інших банків проводив андеррайтингові операції, у яких він був єдиним управляючим, колишній контроль над ринком андеррайтингових послуг він уже втратив.

Нові умови приваблювали на цей ринок англійські, швейцарські та особливо японські фінансові компанії. Серед анг-

¹⁷⁵ Feder B. Westinghouse Net up 5% in Quarter / B. Feder // The New York Times. — 1982. — Apr. 13.

лійських найвідомішою була Morgan Grenfell, яка мала давню історію і в 1930-х роках була пов'язана з американською J. P. Morgan and Company. Інтереси великих швейцарських банків (Swiss Bank Corporation, Credit Suisse та інших) представляли їхні дочірні компанії, які займалися цінними паперами. Виявляв цікавість до цього ринку і німецький Deutsche Bank.

Зміни відбулися також в андеррайтинговому бізнесі. Ще в 1970-х роках у ньому з'явилися нові великі учасники, такі як Merrill Lynch і Salomon Brothers, які продовжували своє зростання в 1980-х. На американському ринку цінних паперів щодо андеррайтингу діяли правила, встановлені в 1933 р. законом про цінні папери. Емітент і андеррайтер брали контракт на розміщення цінних паперів, потім Комісія із цінних паперів і бірж близько трьох тижнів займалася реєстрацією емісії. Андеррайтер тим часом створював синдикат, який викупував за вигідною ціною весь випуск цінних паперів, щоб потім із прибутком продавати його на відкритому ринку.

Слабкість цієї системи була в тому, що за три тижні, необхідні для реєстрації, на ринку могли відбутися такі зміни в курсах паперів, що контракт ставав невигідним для андеррайтера або для емітента. Багато учасників ринку зрозуміли це й почали звертатися до лондонських андеррайтерів — там, у стилі британських традицій, реєстрація емісії була значно простішою і не потребувала часу. У Лондоні в 1970-х роках було вже понад сто андеррайтингових фінансових компаній різного розміру. Обсяги андеррайтингових операцій швидко підвищувалися, досягши до середини 1970-х років половини від вартості таких операцій у США. Це вже була серйозна конкуренція.

Загалом ринки в 1980-х роках стали менш передбачувані, ніж у попереднє десятиліття. Висока інфляція в 1970-х призвела до сильних коливань цін і до активної участі індивідуальних інвесторів у діяльності ринків. Коли в 1980-х інфляція стала зменшуватися, помітних коливань цін ставало все менше й менше, а курси паперів знижувалися. Це призвело до ослаблення активності дрібних інвесторів — вони ж завжди люблять довгі позиції і не готові до ризикованих спекулятивних операцій. Так на ринку почало з'являтися більше професіоналів, які проводили операції один проти одного. А індивідуальні інвестори користувалися послугами ринку цінних паперів через посередників — в основному це були взаємні фонди різних типів.

Іноземні інвестори в Америці

Завдяки збереженню високих процентних ставок, у березні 1985 р. курс долара щодо інших валют став максимальним. Імпортні товари обходилися для американців дешевше й дешевше. Потік імпорту продовжував зростати, збільшуючи дефіцит торговельного балансу, а разом із ним і дефіцит бюджету. Преса вже частіше писала про те, що японці скуповують Америку. На рівні повсякденного життя це проявлялося в тому, що мільйони американців захопилися японськими автомобілями (купували в основному Toyota і Honda), які вони вважали верхом досконалості, надійності та економічності. Американські машини стали непопулярними, усі критикували їхню погану якість, і був підірваний престиж американської автомобільної промисловості, як і основного її центру — індустріального міста Детройту.

А японці тим часом купували нерухомість і американські виробничі компанії. Багато розмов спричинило придбання в 1980-х роках Рокфеллер-центру в Нью-Йорку. Ця історія була дуже символічною, хоча було чимало не настільки відомих випадків, коли японці купували послаблені в 1970-х роках американські промислові компанії. Повідомлення про придбання японськими інвесторами якихось компаній привертало більше уваги, ніж інформація про придбання казначейських облігацій, що було насправді значно важливіше.

Для покриття дефіциту казначейство випускало нові й нові державні облігації, які охоче купували іноземні інвестори — насамперед японські, а також англійські та німецькі. Вони скуповували до 70 % облігаційних випусків (у 1985–1986 рр. японські та англійські інвестори придбали казначейських облігацій на 1 трлн доларів). Уряд на словах висловлював занепокоєння щодо зростання дефіциту бюджету, але на практиці сильний долар вважався набагато важливішим, і якщо потрібно було б обирати між сильним долларом і скороченням дефіциту бюджету, однозначно обрали б долар. Тому імпорт продовжував зростати, як і дефіцит бюджету. Зміцнення долара приваблювало великі прямі іноземні інвестиції.

Щоб обмежити зростання дефіциту бюджету, Конгрес ухвалив у 1985 р. закон Гремма-Рудмана, спрямований на

обмеження державних витрат. А в 1986 р. провели реформу податкової системи, яка скасувала багато пільг. За новими правилами податками обкладали відсотки за всіма кредитами, крім іпотечних, а також прибуток за багатьма муніципальними облігаціями. Після цього ціни на них одразу знизилися на 10%.

Кращим засобом для зменшення дефіциту стало зниження курсу долара. У жовтні 1985 р. у нью-йоркському готелі «Плаза» зустрілися представники ФРС і Казначейства США з міністрами фінансів основних розвинених країн для обговорення спільних заходів щодо зниження курсу долара. Після цього курс справді почав падати, а дефіцит бюджету зменшуватися, хоча й ненадовго (у 1990-х роках він знову став зростати). Однак таке втручання в ринкові процеси мало несприятливий вплив на ринки. За словами Маргарет Тетчер, досягнута в Нью-Йорку угода підштовхувала міністрів до «неправильної думки про те, що вони можуть кидати виклик ринкам. Це має стати для нас серйозним уроком»¹⁷⁶.

Найбільшу увагу привертала присутність японців, які мали вільні капітали. Ще в 1980-х роках вони мали помітне значення на ринку єврооблігацій. Друга у світі за розміром капіталу фінансова компанія Nomura Securities швидко стала провідним андеррайтером на лондонському ринку єврооблігацій. У Лондоні ця компанія легко купила право бути головним андеррайтером, скуповувала всю емісію за пільговими цінами й потім перепродавала її на ринку. В Америці купити таке право виявилося не так просто — тут були свої звичаї, а зв'язки між андеррайтинговими компаніями та їхніми клієнтами виявилися не настільки міцними. І хоча Nomura Securities разом з іншими японськими компаніями запрошували брати участь у різних підписах, роль головного андеррайтера їм ніхто не збирався віддавати. Допомогла в цьому ФРС, надавши статус первинного дилера декільком іноземним фінансовим компаніям¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Thatcher M. *The Downing Street Years* / M. Thatcher. — N. Y.: Harper Collins, 1993. — P. 694.

¹⁷⁷ Багато компаній, що купували державні цінні папери США, хотіли стати частиною мережі дилерів Казначейства. Дилери не сплачували витрати за операціями, вони мали право купувати й продавати папери безпосередньо на ринку. Так ФРС намагалася заохотити іноземні фінансові компанії, розраховуючи на те, що ці країни (Англія, Швейцарія, Японія, Німеччина)

У 1980-х роках японофобія поширилася в Америці, де суспільство після Другої світової війни взагалі було схильне шукати зовнішнього суперника — політичного, як Радянський Союз, або економічного, як Японія. Потреба в зовнішньому супернику була пов'язана з постійними переживаннями з приводу можливого занепаду Америки, які час від часу посилювалися в кожне з післявоєнних десятиліть. Розмови про конкурентне відставання США від Японії вели в ті роки постійно. Крім технологічної переваги японців у деяких сферах (побутова електроніка тощо), була ще й фінансова причина такого відставання. У Штатах вартість позикового капіталу була набагато більшою, ніж у Японії через високі дисконтні ставки, потрібні для боротьби з інфляцією. У Японії в цей час дисконтні ставки були набагато нижче, і компанії легше могли фінансувати свій розвиток за допомогою позикових коштів.

У 1992 р. Лестер Туроу¹⁷⁸ попереджав, що японська економіка скоро випередить американську. Якщо темпи економічного зростання США в 1950–1970-х роках становили 3–4 % на рік, то в Японії — приблизно 10 %¹⁷⁹. У 1980-х роках, і навіть на початку 1990-х здавалося, що в змаганні з Японією американську економіку може врятувати тільки чудо. І це чудо відбулося — у Японії почалася криза.

також будуть створювати пільги для американських компаній. Таких первинних дилерів було порівняно небагато, і серед них часто згадували скандал у 1982 році, коли виявили шахрайські угоди нью-йоркської дилерської фірми Drysdale Securities і одного з найбільших банків Chase Manhattan — між двома компаніями уклалися фіктивні угоди. Chase Manhattan довелося сплатити штраф 100 млн доларів, а Drysdale Securities, що мала 92-річну історію, взагалі припинила своє існування (Vartan V. Drysdale Securities out of Business / V. Vartan // The New York Times. — 1982. — June 16. Quint M. Lessons in Drysdale's Default / M. Quint // The New York Times. — 1982. — May 20. Shenon P. 2 Ex-Drysdale Officers Plead Guilty / P. Shenon // The New York Times. — 1984. — Feb. 10).

¹⁷⁸ Лестер Туроу (Lester Thurow, 1938–2016) — відомий американський економіст, нащадок емігрантів з Російської імперії. Автор багатьох книг, зокрема Head to Head: The Coming Economic Battle Among Japan, Europe and America (1992).

¹⁷⁹ Thurow L. Money Wars: Why Europe Will Own the 21st Century / L. Thurow // Washington Post. — 1992. — 19 Apr.

Японія в 1980-х роках. Від буму до рецесії

Початок буму

1980-ті роки стали для Японії часом найбільшого підйому, а японський спекулятивний пузир виявився найбільшим у світі. У 1960-х роках це ще була відстала, переважно аграрна країна, хоча за темпами економічного зростання вона вже вийшла в лідери, а на промислових підприємствах, що створювалися в цей час на місці зруйнованих під час війни, була новітня техніка. У Японії не економили грошей на придбання передових технологій — це не тільки заощаджувало час, але й було економічно вигідно¹⁸⁰.

Державні замовлення становили близько 20% ВВП, а японські підприємства фінансували переважно тісно пов'язані з ними банки (70% фінансових ресурсів надходило не з прибутку підприємств, а за рахунок банківських кредитів). Частка оплати праці у вартості продукції в Японії також була значно меншою, ніж в інших промислово розвинених країнах (у США — 32%, в Англії — 27%, а в Японії — усього 11%). Собівартість продукції виявлялася нижчою за рахунок ефективнішої організації праці та економії фонду заробітної плати. Завдяки цьому в 1970-х й особливо 1980-х роках японські товари заповнили собою увесь світ (у 1990-х роках так було з продукцією Південної Кореї, а в 2000-х — Китаю).

З кінця 1970-х років у Європі та Штатах усі заговорили про японське економічне диво, обговорюючи черговий бестселер — книгу професора Гарвардського університету Езри Vogеля «Японія на першому місці: уроки для Америки»¹⁸¹. Під час розквіту Японії її часто порівнювали з Німеччиною, кажу-

¹⁸⁰ Добре відома історія, як японська компанія «Тойо Рейон» купила в концерні Дюпонів патент на виробництво нейлону за 7,5 млн доларів (на розробку цієї технології Дюпонами було витрачено 25 млн доларів і 11 років), які вона виплачувала з 1951 по 1959 р. Тільки за цей час доходи «Тойо Рейон» від експорту нейлону становили 90 млн. Коментарі зайві.

¹⁸¹ Vogel E. Japan as Number One: Lessons for America / E. Vogel. — Cambridge (MA): Harvard University Press, 1979.

чи про японський досвід як про іншу форму капіталізму, що відрізняється від англо-американської¹⁸². Це стосувалося підвищеної ролі державного регулювання та поширеності великих пакетів акцій, якими прямо або побічно володіли керівники підприємств. А також зрощування торгово-промислових компаній з банками, які фінансували ці компанії, і багатьох інших особливостей «японського шляху». Але головна відмінність Японії (та Німеччини) від англо-американського світу — у менталітеті. В англо-американському світі на першому місці підприємницький (та й не тільки підприємницький) індивідуалізм, а в Японії дуже важливі такі речі, як колективізм, суспільство і його традиції. Тому іноді японську модель капіталізму навіть називали досконалішою, ніж західна¹⁸³.

Рубежем у японській економічній експансії став 1980 рік, коли почалася лібералізація валютних операцій, яка стимулювала іноземних інвесторів вкладати капітали в японські акції. Під тиском країн Заходу, і насамперед США, від обмежень і заборон на фінансовому ринку в Японії перейшли до принципу «дозволене все, що не заборонене»¹⁸⁴. У результаті лібералізації були зменшені обмеження, накладені на обсяг іноземних інвестицій японських компаній, а японським банкам дозволили розширити мережу своїх закордонних філій і надавати кредити іноземним компаніям.

Втім, японська лібералізація не змінила такої фундаментальної особливості японського бізнесу, як його тісний зв'язок із державою. Адміністративним регулюванням японської економіки займалося Міністерство міжнародної торгівлі й промисловості (Ministry of International Trade and Industry, MITI). Банки, страхові й брокерські компанії контролювало японське Міністерство фінансів, яке фактично керувало

¹⁸² Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions* / Ed. T. McCraw. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. — P. 471–480.

¹⁸³ Dore R. *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus Anglo-Saxons* / R. Dore. — Oxford: Oxford University Press, 2000. — P. 10–11, 18, 42–43.

¹⁸⁴ Американці хотіли відкрити для себе японські ринки й отримати такі самі можливості, які мали японські компанії в США. Японцям довелося визнати, що якщо японські компанії хочуть розширювати свій бізнес в інших країнах, то доведеться дозволити іноземним компаніям розширити свою присутність у Японії.

150 банками (у США в той час було приблизно 14 000 банків). На ринку цінних паперів домінувала «велика четвірка» брокерських компаній, основною з яких була Nomura Securities.

З 1982 р. іноземним брокерським компаніям було дозволено ставати членами Токійської біржі¹⁸⁵, а з 1984-го іноземні банки одержали право інвестувати капітали в японські облігації. Почалося зміцнення єни, і в 1985–1986 рр. її курс зріс із 259 до 150 єн за долар. Стала зменшуватися інфляція, і в 1986–1987 рр. процентну ставку знизили з 4 до 2,5 %¹⁸⁶. Дешевий кредит був центральною ланкою фінансової політики японського уряду. Великі компанії брали кредити в банках під заставу власних акцій або земельної нерухомості, нечасто повертаючи ці кредити — зазвичай їх знову й знову реструктуризували.

Таким чином до середини 1980-х економічні перспективи Японії значно покращилися. Наслідки нафтової кризи безболісно подолали, і почався найтриваліший період низьких дисконтних ставок. А прем'єр-міністр Ясухіро Накасонє перейшов до політики дерегуляції ринків. Економічне зростання, що супроводжувалося збільшенням доходів, призвело до швидкого збагачення багатьох японців. ВВП на душу населення в Японії наприкінці 1980-х років становив 90 % від рівня цього показника в США.

Японський спекулятивний пузир почав зароджуватися, мабуть, ще в 1985 році, коли прискорилися темпи зростання цін на акції та нерухомість. За часом це збігалося з підвищенням курсу єни на світовому валютному ринку. Поштовхом стала фінансова лібералізація, яка зняла обмеження під час надання банківських кредитів на придбання нерухомості,

¹⁸⁵ Кількість іноземних брокерів стала зростати — наприкінці 1984 р. їх було 10, 1985 р. — 20, 1986 р. — 36 (з них шість були членами біржі) (Mera K. Land Price Ascent and Government Response in Japan / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. — London: M. Sharp, 2000. — P. 35).

¹⁸⁶ Загалом у 1980-х роках японська економіка зросла на 48 %, середньорічний приріст становив в середньому 4 %, максимальні темпи зростання були в 1988 р. — 6,8 %. Японський індекс Nikkei 225 (аналог американського Dow Jones) в 1984 р. досяг 10 000 пунктів, а після періоду буму на ринку в 1985–1986 рр. до 1989 року він становив 40 000. За 10 років він зріс на 500 %, а найбільша японська брокерська фірма Nomura Securities прогнозувала підвищення індексу 225 до 80 000 в 1995 р. (Chancellor E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / E. Chancellor. — N. Y.: Plume, 2000. — P. 317).

а також загальна маса накопичених заощаджень, які потрібно було кудись вкладати. Це призвело до того, що ціни на нерухомість стали зростати щороку на 30 %¹⁸⁷.

Разом із цінами на нерухомість збільшувалися ціни на акції японських компаній. Приблизно 30 % власників цих цінних паперів були дрібними індивідуальними інвесторами. Адже за усталеними звичаями підприємства охоче видавали співробітникам акції в рахунок премій та бонусів. Японські компанії являли собою поєднання приватного підприємства й пайового фонду, тому передача акцій співробітникам була важливою частиною політики зі створення командної згуртованості, характерної для японських фірм.

Зарплати в Японії значно зросли порівняно з 1960–1970 роками, а витрачали на споживання японці порівняно мало. Накопичені заощадження вони або вкладали в банки, або інвестували в акції власного підприємства — так було заведено. А крім того, це було просто вигідно, адже в роки буму ці папери постійно зростали в ціні. Особливо багато вкладали в акції пенсіонери. Після виходу на пенсію співробітник японської компанії одноразово отримував усю накопичену суму. Більше підприємство йому нічого не платило, тому японський пенсіонер намагався одразу ж вигідно вкласти ці гроші, найчастіше в акції власної компанії. Не дивно, що коли в 1989 р. був досягнутий пік у зростанні японського ринку акцій, він був найбільшим у світі¹⁸⁸.

¹⁸⁷ Іпотечні кредити в Японії надавали кредитні союзи — «джусени», їх з початку 1980-х років створювали банки, які ці союзи фінансували. Потім японське Міністерство фінансів також стало створювати державні кредитні установи, які займалися іпотечними кредитами. Кредити видавали під заставу нерухомості (під час її придбання), зазвичай 70 % від її вартості. З'явилася можливість завищити оцінку нерухомості, щоб одержати готівку, і цією можливістю користувалася японська мафія — якудза.

¹⁸⁸ Його капіталізація зростає з 15 % від обсягу світового ринку акцій у 1985 р. (29 % ВВП Японії) до 42 % у 1989 р. (150 % ВВП) (Wood C. *The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s* / C. Wood. — Jakarta: Equinox Publishing, 2005. — Р. 8). У 1980-х роках індекс Nikkei 225 зростав разом зі зростанням ринку акцій. За десятиріччя він збільшився вшестеро, з 6500 у 1980 р. до 39000 у 1989 р., а коефіцієнт «ціна — прибуток» (P/E ratio) зріс від 25/1 у 1980 р. до майже 60/1 у 1989 р. (у той час у США й Англії цей коефіцієнт становив близько 20/1). Однак навіть у розпал буму дивіденди за японськими акціями становили в середньому всього 0,5 % (у США в 1987 р. у середньому 3 %) (Smith M. *A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2003. — Р. 203).

Ціни на акції зросли за два десятиліття в 100 разів, і в грудні 1989 року капіталізація японського ринку акцій досягла 4 трлн доларів (в 1,5 раза більше, ніж в американського). Абсурдність ситуації була в тому, що ринкова ціна японських акцій виявилася в 60 разів вище, ніж доходи, які можна було за ними одержати, і вп'ятеро більше вартості матеріальних активів, під які акції були випущені¹⁸⁹. Але для ринку це не мало значення — можна було заробити на різниці курсів, і це визначало все. Тому нікого не цікавило, якими активами були забезпечені акції¹⁹⁰. З'явилися нові й нові брокерські контори, а японці, які звикли заощаджувати на всьому, раптом відкрили для себе світ біржової спекуляції. Погляди були звернені на Кабуто-Те, фінансовий центр Японії, подібний до Уолл-стріт.

На запитання, чому в Японії настільки завищені ціни акцій, відповідь була простою — «у нас все інакше, ніж на Заході». Для людини, яка хоч трохи знає історію попередніх бумів і криз, наївність таких слів очевидна, але хто про це думає під час буму... А професіонали фінансового світу заспокоювали себе тим, що японський ринок завжди був регульованим і що всесильне Міністерство фінансів щось придумав, а якщо потрібно — змінить правила гри на ринку.

Усе трималося на вірі в те, що ціни на землю в Японії ніколи не впадуть, а тому й ціни на акції тільки зростатимуть. І справді, разом із загальним економічним підйомом почав-

¹⁸⁹ Неймовірно завищені були також коефіцієнти прибутковості. В акцій японського банку Dai Ichi Kangyo вона становила 56, а в приблизно такого за обсягом активів і операцій американського банку Citicorp — 5,6 (Мэлkil Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-Стрит / Б. Г. Мэлkil. — Минск: Попурри, 2006. — С. 89).

¹⁹⁰ Для японських компаній була характерною невелика кількість ключових акціонерів, які володіли великими пакетами акцій. Так, у компанії Sony десять найбільших акціонерів (усі вони були іншими великими корпораціями) володіли 40,7 % акцій, і тільки 13,1 % акцій торгувалися на відкритому ринку. У компанії Nissan 33 % акцій також належали десяти великим корпоративним акціонерам; у відкритому обігу були 8,7 %. Із усіх акцій, що торгувалися в 1989 р. на Токійській біржі, 75 % належало корпораціям, банкам або страховим компаніям. Це значно відрізнялося від американського ринку, де в 1980 р. 71 % акцій належав індивідуальним інвесторам і торгувався на відкритому ринку (в 1989 р. — 58 %). По суті, на японському ринку акцій важко було взагалі говорити про наявність принципу вільної конкуренції. Цей ринок сильно регулювався державою, контролювався декількома великими брокерськими компаніями та існував лише для того, щоб група великих корпорацій могла продавати за високими цінами власні акції, забезпечуючи себе дешевим капіталом.

ся бум на ринку земельної нерухомості, де ще в 1970-х роках усе було спокійно, а ціни стабільні¹⁹¹. З 1955 по 1990 рік ціни на нерухомість зросли у 75 разів, і в 1990 році загальна вартість японської нерухомості досягла 20 трлн доларів. Це становило 20 % вартості всього майна у світі та було вп'ятеро вищим, ніж вартість усієї нерухомості в Америці (площа якої в 25 разів більше, ніж Японії). У ті роки казали — може, жартома, а може серйозно, — що, продавши один тільки імператорський палац із землею, можна було купити всю Каліфорнію. Але не тільки вартість землі під японським імператорським палацом була більшою, ніж вартість земель у Каліфорнії. Капіталізація японського ринку акцій була вдвічі вищою, ніж американського, хоча ВВП Японії становив лише половину ВВП США. А ринкова вартість землі на душу населення Японії була вчетверо більшою, ніж у США, хоча дохід на душу населення не перевищував 60–70 % американського.

Неможливість для більшості японців придбати житло у великих містах через завищені ціни стала породжувати соціальну напруженість і непевність у майбутньому, після чого почала скорочуватися народжуваність. Незважаючи на все це, у 1980-х роках основна маса японців вірила, що в їхній країні побудована держава загального добробуту, де більшість населення належить до середнього класу. Мало хто міг передбачати, що японський бум скоро закінчиться.

У 1980-х роках японці багато інвестували свої капітали в інших країнах — в 1989 р., коли був пік буму, у світі 50 % усіх прямих іноземних інвестицій були японськими¹⁹². Осо-

¹⁹¹ За японськими традиціями, земля — найкращий об'єкт для інвестицій, тому придбану земельну нерухомість в жодному разі не можна було втрачати (якщо її й продавали, то лише родичам). У 1984–1990 рр. більше 25 % виданих банками кредитів призначалися для операцій із земельною нерухомістю, а до 1991 р. обсяг цих кредитів досяг 30 %. Особливо сильний ажітаж виник у Токіо, де в центральних районах міста ціни на комерційну нерухомість за 1983–1986 рр. зросли в 3–3,5 раза. Вартість звичайної квартири невеликої площі в Токіо становила в 1985 р. більше чотирьох середніх річних доходів, у 1990 р. — восьми річних доходів, через що багато японців, які працювали в столиці, не мали можливості жити там. Їм доводилося щодня витрачати по декілька годин, щоб доїхати до роботи та назад додому (Mera K. Land Price Ascent and Government Response in Japan / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. — London: M. E. Sharp, 2000. — P. 51–52).

¹⁹² Edelstein R. Japanese Land Prices: Explaining the Boom-Bust Cycle / R. Edelstein, J. Paul // *Asia's Financial Crisis and The Role of Real Estate* / Ed. M. Koichi, B. Renaud. — N. Y.: M. E. Sharp, 2000. — P. 70.

бливо багато японського капіталу було вкладено в комерційну нерухомість у найбільших містах США — Нью-Йорку, Лос-Анджелесі та інших. Японців цікавили дорогі офісні будівлі, готелі, гольф-клуби¹⁹³. Популярною стала історія, коли в 1986 р. японська компанія Mitsui купила офісний будинок американської корпорації Exxon за 610 млн доларів, переплативши на 260 млн доларів більше від заявленої ціни тільки для того, щоб потрапити в Книгу рекордів Гіннеса. Після того як Mitsubishi придбала Rockefeller Center, а половина короткотермінових позик Каліфорнії була надана японськими банками, усі стали говорити про майбутній Pax Japonica — «японський світ».

У ті роки японці щедро витрачали гроші¹⁹⁴, скуповуючи не тільки нерухомість, твори мистецтва й антикваріат, але й банки та промислові компанії. В Америці виникли навіть тривожні передчуття, що «японці скоро скуплять все» (в 2000-х роках приблизно так само поводитися багаті китайці). Зазвичай в списках найбільших у світі десяти банків перші п'ять-сім в ті роки були японськими, і вони перевищували американські за розмірами активів (хоча й не за величиною прибутків). Особливо вирізнявся своїм капіталом інвестиційний банк Nomura.

Наприкінці 1980-х років, коли вартість японських акцій зростала найшвидше, у Японії багато корпорацій випускали номіновані в доларах конвертовані облігації, які можна було обміняти на акції цієї компанії, номіновані в єнах. Оскільки японські акції тоді швидко підвищувалися в ціні та цікавили більшість інвесторів, то відсоток за цими доларовими облігаціями був невеликим, в середньому 2%. А це означало, що невеликими були витрати на залучення капіталу. Прибуток потім спрямовували на придбання американських і європей-

¹⁹³ Найпрестижнішими інвестиціями японці вважали вкладення капіталів у гольф-клуби. Ці клуби скрізь у світі є символом статусу, але в Японії під час буму захоплення ними було особливо сильним. У 1989 році там налічувалося 1700 таких клубів, у 1991 р. було заплановано побудувати ще 1200. У 1991 році в Японії було 1,8 млн членів гольф-клубів, а вартість членства в найпрестижніших клубах доходила до 250 млн єн (Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s / C. Wood. — Jakarta: Equinox Publishing, 2005. — P. 60).

¹⁹⁴ Казали, що наприкінці 1980-х таксисти просили декілька сотень доларів, щоб доїхати від аеропорту до Токіо, а в центрі міста порція віскі в барі коштувала 300 доларів.

ських фірм, підігрівуючи розмови про те, що японці хочуть скупили все¹⁹⁵. Однак минув час, і ми бачимо, що японці Америку так і не скупили.

Бум тривав так довго ще й тому, що на початку 1987 р. країни «Великої сімки», і особливо Японія, побоювалися різкого падіння курсу долара, що могло б не тільки мати несприятливий вплив на експорт Японії (та й інших країн, зокрема Німеччини), але й спричинити загальний колапс світової фінансової системи. Якби інвестори почали переводити свої капітали в інші валюти (а вони вже серйозно задумувалися про це), падіння долара стало б неминучим. Коли восени 1987 р. ФРС США підняла процентні ставки, аналогічні дії зробили центральні банки інших країн, зокрема Німеччини. А от у Японії ще більше знизили й без того низькі процентні ставки, підштовхуючи японських інвесторів збільшити розміщення своїх капіталів у США (що економічно не було вигідно через зниження курсу долара, яке продовжувалося). Таке рішення виправдовували прагненням уникнути порушення рівноваги в економіці США і на світових фінансових ринках. Але це підсилювало японський пузир і зрештою створило збитки в сотні мільярдів доларів для японських інвесторів, наблизивши початок падіння японського ринку.

Особливості японського підйому

В основі японського пузиря була проста схема, яка виникла задовго до того. Чим вище курси акцій, тим більше обсяг кредитів, які можна брати під їхню заставу й вкласти в нерухомість. А чим вище ціна нерухомості, тим більші кредити можна брати під її заставу, щоб вигідно інвестувати отримані гроші на ринку акцій. Так йшов цей, здавалося б, нескінчен-

¹⁹⁵ Sony купила американську компанію звукозапису Columbia Records, а потім і кінокомпанію Columbia Pictures. А Matsushita, змагаючись із Sony, купила кінокомпанію Metro-Goldwyn-Mayer Studios. Ну а придбанням американської нерухомості японці взагалі прославилися — Mitsubishi Real Estate придбала 50% Rockefeller Centre, а Mitsui Real Estate Company сплатила за будинок Exxon у Нью-Йорку 625 млн доларів (при тому що продавець просив удвічі менше, 310 млн доларів) тільки для того, щоб потрапити в Книгу рекордів Гіннеса. Не менше прославилися японці придбанням творів мистецтва — створювалося враження, що всі вони дуже багаті люди, хоча зазвичай такі придбання робили за рахунок корпорацій.

ний кругообіг капіталів (як вічний кругообіг води у природі), і в Японії чимало було тих, хто на цьому сильно збагатився.

В японського пузиря були свої специфічні особливості, завдяки чому він існував так довго. Зміцнення курсу єни надавало можливість розміщувати в Лондоні японські облігації під дуже низькі відсотки. Крім того, до японських облігацій зазвичай додавали варанти, які забезпечували право на одержання певної кількості акцій японських компаній. Ці акції в 1980-х роках постійно зростали в ціні, тому варанти цікавили інвесторів навіть більше, ніж фіксований дохід за самими лише облігаціях. У 1985–1990 рр. японські компанії залучили за допомогою своїх облігацій з варантами 85 трлн єн¹⁹⁶.

У Японії в банківські резерви було дозволено включати інвестиції банку в акції. Оскільки японські акції постійно зростали, підвищувалися резерви банків. Це означало, що вони могли видавати більше кредитів, а це вело до здешевлення позикового капіталу та більшої його доступності. Правила бухгалтерського обліку в Японії дозволяли вказувати балансову вартість активів за поточною ринковою ціною. Цією можливістю всі широко користувалися, тому ринкова вартість активів японських компаній перевищувала їхню балансову вартість на 3,3 трлн єн, що й було однією з причин постійного підвищення курсу японських акцій¹⁹⁷.

Операції з акціями проводилися із брокерських рахунків (*eigo tokkin*). У цей час японський ринок контролювали чотири великі брокерські компанії — Nomura, Nikko, Daiwa, Yamaichi. Конкурентна боротьба між ними загострювалася, і для залучення клієнтів вони пропонували нові й нові пільги. Прибуток за брокерськими рахунками *eigo tokkin* не обкладали податком, і за цими рахунками гарантували мінімальну прибутковість 8 %¹⁹⁸. Звісно, це зацікавило інвесторів, і в 1989 р. на цих рахунках накопичили 4 трлн єн (300 млрд доларів). До цього часу в Японії налічувалося 30 млн інди-

¹⁹⁶ Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s — Jakarta: Equinox Publishing, 2005. — P. 182.

¹⁹⁷ Faber M. Tomorrow's Gold. Asia's Age of Discovery / M. Faber. — Hong Kong: CLSA Books 2008. — P. 153.

¹⁹⁸ Mikuni A. Japan's Policy Trap: Dollars, Deflation, and the Crisis of Japanese Finance / A. Mikuni, R. Taggart Murphy. — Brookings Institution Press, 2004. — P. 200.

відуальних інвесторів — 25 % населення (125 млн осіб), які вкладали через брокерські компанії свої заощадження в акції. З них третина (8 млн) були недосвідченими — вони вийшли на ринок акцій тільки в другій половині 1980-х років¹⁹⁹.

Якщо в 1950-х роках 70 % японських акцій перебували в руках індивідуальних інвесторів і тільки 30 % — у банків та інших компаній, то в 1989 р. банкам і компаніям (зокрема страховим) належало 70 % від загального обсягу акцій, а індивідуальним інвесторам — лише 30 %²⁰⁰. На відміну від американських банків, яким заборонялося інвестувати капітали в акції, у Японії кожен банк мав великий портфель акцій, причому акцій індивідуальних інвесторів у цьому портфелі було дуже небагато, 2–4 %. Інші папери належали корпораціям — клієнтам цих банків²⁰¹.

Обвал ринку в 1990 році

Японські фінансисти (зокрема найбільша брокерська компанія Nomura Securities) прогнозували, що в 1990-х роках ціни на всі акції зростуть удвічі. Але вийшло все зовсім не так. У 1989 році подав у відставку міністр фінансів Нобору Такешита, політика якого підтримувала спекулятивний пазир. На зміну йому прийшов Сосуке Уно, який вирішив покінути зі спекулятивним бумом. У травні й грудні 1989 р. двічі підвищувалася процентна ставка, з 2,5 % до 6 %. Не знаю, на що розраховував новий міністр фінансів, — може, на те, що спекулятивний пазир якимось сам собою зменшиться (хоча в історії такі випадки не дуже відомі), але результати були прогнозованими.

Крім того, в урядових колах виникло побоювання, що підвищення цін на житло, яке давно вже стало недоступним

¹⁹⁹ Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s / C. Wood. — Jakarta: Equinox Publishing, 2005. — P. 119.

²⁰⁰ Smith M. A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. — Chicago: University of Chicago Press, 2003. — P. 204.

²⁰¹ У 1989 р. в Industrial Bank of Japan у портфелі акцій індивідуальним інвесторам належало 2 %, Long Term Credit bank — 3 %, Nippon Credit — 4 % (Zielinski R. Unequal Equities: Power and Risk in Japan Stock Market / R. Zielinski, N. Holloway. — Tokyo: Kadansha International, 1991. — P. 161).

для простих японців, може спричинити соціальну напруженість у суспільстві. Тому японські банки обмежили видачу іпотечних кредитів. Щойно це було зроблено, частина покупців нерухомості не могла сплачувати свої борги, тому що не мала можливості взяти новий кредит для погашення відсотків за старими. Їм доводилося продавати куплену нерухомість. Почалося зниження цін на нерухомість, а це зруйнувало поширену в Японії віру, що ціни на нерухомість завжди будуть тільки зростати. Наслідком цього стало подальше зниження цін²⁰².

Коли Банк Японії в 1990 році обмежив видачу кредитів і підвищив за ними відсоток (вважаючи, що таким чином він загальмує збільшення цін на акції та нерухомість), відбувся стрімкий обвал ринку, чимось схожий на «Великий крах» 1929 року в Нью-Йорку²⁰³. Процентна ставка стала швидко зростати (її почали підвищувати з 1989 року, ще до початку обвалу ринку), що повністю загальмувало японську економіку. Спад на ринку нерухомості був навіть масштабнішим, ніж на ринку цінних паперів. Наївна віра в те, що «у Японії все інакше», а ціни на акції й землю будуть тільки підвищуватися, була зруйнована, що створило тривалу важку стагнацію. Вона стала кінцем «японського дива».

До початку 1990 р. ринок акцій втратив 38 % своєї капіталізації, а до 1992 р. — 66 %. У наступні десятиліття він так і не зміг повернутися до показників кінця 1989 року²⁰⁴. А з другої

²⁰² Банки зазнавали збитків за виданими кредитами, а небанківські фінансові організації, що займалися іпотечним кредитуванням, опинилися на межі банкрутства. Похитнулася також і довіра іноземних інвесторів, які ще недавно вважали японські банки прикладом надійності та стабільного зростання. А от вкладники не поспішали забирати свої гроші з банків — вони до останнього вірили, що уряд подбає про них і навіть після банкрутства банку поверне їм вклади. Ця віра не була заснована ні на чому — у Японії не існувало системи страхування депозитів. Але незабаром захвилювалися і японські інвестори, які стали переводити свої капітали з японських банків в іноземні. Почався масовий відтік капіталів із країни, і з 1991 року Японія ввійшла в тривалу смугу рецесії.

²⁰³ Біржовий індекс Nikkei 225 досяг максимального значення 40 000 пунктів наприкінці 1989 року, а до серпня 1992 року втратив 63 % і опустився до 14 309. Це нагадує зниження індексу Доу-Джонса на 66 % з кінця 1929 по середину 1932 року.

²⁰⁴ Shiller R. Why Did the Nikkei Crash? Expanding the Scope of Expectations Data Collection / R. Shiller, F. Kon-Ya, Y. Tsutsui // The Review of Economics and Statistics. — 1996. — Vol. 78, No. 1. — P. 156–164.

половини 1991 р. почалося тривале падіння цін на нерухомість, і воно досягло найнижчого рівня тільки в 2006 році²⁰⁵. Помітно знизилася популярність гольф-клубів, занепад був і у великому бізнесі, пов'язаному із перепродажем картин.

Мало хто міг передбачити, що звичайний циклічний спад призведе до таких наслідків, і Японія, яка декілька десятиліть була прикладом швидкого економічного зростання та інновацій, увійде в тривалий період стагнації. У 1990-х роках темпи економічного зростання знизилися вчетверо, і за десять років приріст японської економіки становив лише 12 % (приблизно 1,1 % на рік), що було втричі нижче, ніж у США та вдвічі — порівняно з основними країнами Європи.

Японська криза не була звичайним циклічним спадом, що загалом нагадує банкрутство компанії, при якому знижується попит на її продукцію, а фінансові ресурси виснажуються, після чого крах стає неминучим. У Японії до моменту початку кризи був один із найбільших у світі торговельних профіцитів, японські товари були доброї якості, на них був стабільний попит. Розроблення нових технологій, виробництво продукції та її маркетинг функціонували нормально. Підприємства продавали продукцію і отримували прибуток, але в їхніх балансах збільшувався значний дефіцит через падіння внутрішніх цін на активи. Частка позикового капіталу в японських компаній була набагато більшою, ніж в американських і європейських, хоча до початку спаду ніхто не бачив у цьому проблем через стабільне економічне зростання і постійне підвищення цін на акції. Але коли сукупна величина позикового капіталу перевищила якусь критичну масу, керівники корпорацій почали хвилюватися і погашати борги, щоб ліквідувати дефіцит бюджету. Однак якщо це починає робити одночасно велика кількість компаній, спад тільки посилюється.

Втім, сказати, що це був «великий японський крах», подібний до подій 1929 року в США, було б не зовсім вірно — зниження на ринку акцій відбувалося повільно, курси опускалися близько трьох років, а максимальний економічний спад настав у 2006 році. На відміну від справжніх крахів, коли ра-

²⁰⁵ У місті Осака ціни на земельні ділянки під комерційну забудову впали з 1991 по 1994 р. на 50 і 40 % відповідно, у Токіо — на 38 і 29 % (Mera K. Land Price Ascent and Government Response in Japan / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. — London: M. E. Sharp, 2000. — P. 29–30).

хунок йде не на дні, а на години, у цьому разі інвестори мали достатньо часу, щоб позбутися (нехай навіть зі збитками) падаючих японських цінних паперів. Уряд витратив загалом 140 трлн єн на спроби стабілізації та на різні інфраструктурні проекти (типу будівництва нових доріг), щоб створити робочі місця і не дати економіці зупинитися. Хоча ці заходи не змогли запобігти настанню рецесії, вдалося уникнути такого сценарію, як у США на початку 1930-х років (коли з 1929 по 1933 р. ВВП знизився на 46 %, а безробіття досягло 25 %).

Уповільнений розвиток кризи був пов'язаний з тим, що японські банки продовжували рефінансувати кредити, забезпечені нерухомістю, а також мали право не списувати ризиковані кредити, імовірність погашення яких була малою. Так держава врятувала багато банків, але криза перетворилася в розтягнутий на багато років спад. Він збільшувався суворими податками на нерухомість, щоб зробити володіння нею економічно не вигідним.

Сукупність цих обставин призвела до тривалої рецесії. І хоча процентні ставки з липня 1991 р. по лютий 1993 р. були поетапно знижені з 6 % до 2,5 %, а в 1995 р. — до нуля, це вже не могло зупинити падіння, і почалася дефляція. Найтяжчою фінансова криза була в 1997–1998 рр. У 1997 році збанкрутував один із найбільших банків Hokkaido Takushoku Bank, і загальна сума проблемних боргів японських банків досягла 87 трлн єн. У цьому самому році припинила існування четверта за розміром брокерська компанія Yamaichi Securities, попри всі спроби її порятунку з боку міністерства фінансів, яке приховувало збитки Yamaichi.

У 1997 і 1998 роках показники економічного зростання виявилися негативними, чого не було з післявоєнних часів. У банківському бізнесі почався тривалий період відмов від погашення кредитів. Ціни на нерухомість до цього часу знизилися майже на 80 %, а індекс ринку цінних паперів Nikkei 225, який досяг свого максимуму 38915 у грудні 1989 р., у жовтні 1998 р. був менше 13000, а в 2000 р. піднявся лише до 20000²⁰⁶.

Суперечки про причини тривалої японської рецесії не припиняються досі, тому що настільки тривалі рецесії були

²⁰⁶ Портер М. Японская экономическая модель: может ли Япония конкурировать? / М. Портер, Х. Такеути, М. Сакакибара. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 17.

в історії нечасто. Одні вважають причиною спаду структурні проблеми в японській економіці, інші — не зовсім адекватну грошово-фінансову політику, треті — особливості культурних традицій. Найчастіше економісти обвинувачують невдачу грошово-фінансову політику держави, яка призвела до дефляції²⁰⁷.

Ймовірно, саме політика держави, яка хотіла за будь-яку ціну запобігти кризі, стала причиною такого тривалого спаду. Якби держава діяла більш радикально, змусивши банки списати проблемні кредити й розпродати всі застави (нехай за зниженими цінами), падіння було б сильнішим, але й економіка швидше б оздоровилася. Адже саме в такому оздоровленні є конструктивний сенс усіх циклічних криз. Але на це в Японії не пішли — мабуть, свідомо, зважаючи на культурні традиції, згідно з якими головне — зберегти репутацію і людей, і компаній. До чого це призвело, ми бачимо — репутацію зберегти однаково не вдалося. А економіка, яка ще недавно процвітала, поринула в тривалу депресію, наслідки якої відчуваються в Японії досі.

Шлях «Тойоти»

Історія японського буму виявилася набагато більш повчальною для інших країн, ніж могло спершу здаватися. Це був не просто спекулятивний бум, подібний до багатьох інших. Для того, хто хоч трохи знає фінансову історію, очевидно, що загалом всі ці буми схожі. Відмінність тільки в подробицях — хто який капітал нажив під час буму і хто скільки втратив під час краху.

Японія в 1980-х роках мала важливі технологічні переваги — не дарма японські товари в той час вважалися якіснішими, ніж американські, англійські або німецькі. Переваги ці були пов'язані не стільки з новими технологіями (японці зазвичай купували технології, розроблені у США), скільки з новими методами організації виробництва, у чому японці в ті роки були безумовними лідерами — це визнавали всі, хоча багатьом це не подобалося.

²⁰⁷ Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. — М.: Мысль, 2014. — С. 17–20.

Для Японії характерний довічний зв'язок працівника з підприємством. Ніякого примусу в цьому не було — тільки психологічні та економічні мотиви (щорічне підвищення зарплати залежно від професійного зростання). Велика увага приділялася згуртованості колективу — робочий день часто починався з виконання гімну корпорації. Нам це може здаватися дивним, але результат це давало, і компанія цілком серйозно (а не формально) сприймалася японцями як одна велика родина, яка опікується про працівника.

Децентралізовані підприємства, гнучкий процес виробництва, згуртовані команди в японських компаніях, орієнтований на якість процесу (а не тільки якість мети) менеджмент і культ бездоганної досконалості виробленого продукту²⁰⁸, що б це не було — найскладніша відеокамера або звичайні деталі для автомобілів. Увесь цей новий стиль організації виробництва, який отримав загальну назву «тойотизм»²⁰⁹, був зовсім не схожий на поширений у промислових країнах Заходу «фордизм» з його величезними підприємствами й масовим серійним конвеєрним виробництвом, де часом прагнення до кількості продукції підмінювало собою прагнення до якості, а мотивація працівників була суто матеріальна — оплата пра-

²⁰⁸ Ще на початку 1950-х років, коли після закінчення Другої світової війни японська промисловість була зруйнована, а іноземних інвестицій у японську економіку майже не було, у Японії почався масштабний рух за підвищення продуктивності праці та контроль якості. Рух був заснований на глибоко вкоріненій в японській культурі ідеї кайдзен (це поняття можна приблизно перекласти як «принципове прагнення до досконалості в будь-якій роботі»). У 1960-х роках під час створення нових методів менеджменту японські компанії використовували не тільки ідеї кайдзен, але й передовий у той час досвід американських корпорацій, зокрема ідеї Едварда Демінга та Джозефа Джурана, які познайомили на початку 1950-х років японські компанії з американською системою контролю якості. У другій половині 1960-х років почала поширюватися оригінальна японська інтерпретація американських моделей контролю якості й використання пропозицій співробітників. Якщо в американському підході робився акцент на економічній вигоді, то в Японії основна увага приділялася сумлінному ставленню до праці й зацікавленості співробітників спільною справою.

²⁰⁹ Багато нових ідей було пов'язано з компанією «Тойота», де три десятиліття її президент Таїті Оно створював ефективну систему керування виробництвом. Не самі по собі технології стали секретом успіху цієї автомобільної компанії, а особлива філософія бізнесу, в основі якої була підтримка нематеріальної мотивації співробітників і організація роботи в згуртованих командах. Завдяки цьому створена в компанії «Тойота» система організації праці стимулює співробітників проявляти ініціативу й творчий підхід, експериментувати й навчатися на власному досвіді.

ці. Про згуртованість корпоративних команд і орієнтований на процес менеджмент в США в ті роки взагалі мало хто чув.

З початку 1990-х років, коли в Японії вже розпочався тривалий спад, усі ці інновації стали активно переймати на Заході. Американці ще до того були зачаровані японськими успіхами, хоча до зачарування домішувалися побоювання, що японська модель капіталізму (почасти регульованого державою) є загрозою для звичної західної моделі капіталізму, якщо й не повністю стихійного, те набагато менш регульованого.

Криза традиційної індустріальної економіки та необхідність пошуку нових шляхів для системної перебудови всієї економічної системи в постіндустріальному напрямі — усе це зробило «тойотизм» дуже затребуваним, особливо в нових та швидко зростаючих високотехнологічних компаніях, які незабаром стали світовими лідерами, — Apple, Amazon, Google, Cisco та інших.

Криза 1987 року

Причини дестабілізації

Криза 1987 року завершила один із найяскравіших підйомів в історії ринку цінних паперів ХХ століття. У середині 1980-х років інвестиційні банки мали, здавалося б, безхмарні перспективи. Казначейство США, муніципалітети та компанії випустили масу облігацій та акцій. На підйомі були всі операції із цінними паперами, а особливо з облігаціями, до яких був в ці роки більший інтерес, ніж до акцій. Як і в усіх інших кризах, подіям 1987 року передувало зниження податків (зокрема на прибуток з капіталу), зменшення інфляції та загальна дерегуляція фінансових ринків, яка торкнулася в середині 1980-х років не лише США, а й багатьох інших країн²¹⁰.

²¹⁰ Bordo M. When do Stock Market Booms occur? The Macroeconomic and Policy Environments of Twentieth Century Booms / M. Bordo, D. Wheelock // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. Ed. J. Attack, L. Neal. — Cambridge: Cambridge University Press, 2009. — P. 417, 440.

Спрощення процедури отримання кредитів стало причиною швидкого збільшення їхніх обсягів, і це разом із підвищенням активності на ринку цінних паперів створило небувалий спекулятивний ажіотаж. Усе змішалось в ньому — «сміттєві» облігації, іпотечні папери, взаємні фонди й агресивні поглинання (які багато хто прямо називав рейдерством). Ціни на акції збільшувалися у всіх країнах (особливо в США, Західній Європі та Японії), а розрив між капіталізацією акцій та їхньою реальною вартістю збільшувався. На ринок вийшла велика кількість нових індивідуальних інвесторів — 40 млн американців (і 7 млн французів) стали до середини 1980-х років власниками одних тільки акцій²¹¹, не кажучи вже про інші папери. Це забезпечило приплив значних капіталів (заощадження інвесторів можна було перетворювати на вигідні інвестиції), але водночас ускладнило управління портфелями цінних паперів дрібних інвесторів.

Початок кризи

Тим часом термін перебування Пола Волкера на посаді голови ФРС закінчувався. «Одна з фірм Уолл-стріт провела вибіркове опитування, щоб з'ясувати, хто б міг замінити Волкера у разі його виходу у відставку, — згадував Алан Грінспен. — Мене здивувало тоді, що моє ім'я опинилося в першому рядку списку кандидатів». Через декілька місяців пролунав телефонний дзвінок. «Взявши трубку, я почув знайомий привітний голос. “Алан, я пропоную вам стати головою Федеральної резервної системи”, — сказав Рональд Рейган. Я відповів, що вважаю за честь прийняти цю пропозицію»²¹².

Алан Грінспен був відомим економічним консультантом, пов'язаним з урядовими колами, хоча й не таким ефективним керівником Федеральної резервної системи, як Пол Волкер. Підйом в часи Рейгана тривав уже четвертий рік, і економіка разом із ринком цінних паперів загалом процвітала. Ін-

²¹¹ Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. — P.: Vuibert, 2005. — P. 499.

²¹² Грінспен А. Епоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 106–107.

декс Доу-Джонса вперше перевищив оцінку в 2000 пунктів, ринок цінних паперів зріс на 40 %, і на Уолл-стріт тривала спекулятивна гарячка. Однак з'явилися перші тривожні ознаки. Збільшувався дефіцит бюджету, а внутрішній державний борг виріс із 700 млн до 2 трлн доларів. Почали зростати споживчі ціни, і знову стала підвищуватися інфляція. Перші ознаки кризи, що насувається, з'явилися в середині 1987 року, коли декілька великих компаній оголосили про збитки, зокрема Citicorp. Труднощі виникли навіть у такого гіганта, як Salomon Brothers.

Одразу після початку роботи на новій посаді Грінспен до-ручив провести секретне дослідження, щоб визначити ймовірність фінансової кризи, зосередившись на таких ключових питаннях, як можливість падіння курсів цінних паперів, проблеми у великих банках і колапс долара на міжнародних ринках. Грінспена найбільше турбували нові фінансові технології, які поширилися в 1980-х роках та були пов'язані переважно з деривативами, — їх важко було регулювати, і вони вели до роздування спекулятивного пузиря.

Щоб знизити надмірний перегрів ринку цінних паперів, 4 вересня 1987 року ФРС вирішила підвищити процентну ставку з 5,5 % до 6 %. Важко було передбачити, як відреагують на це ринки, однак «у той день небо над нами не загорілося. Акції трохи впали в ціні, а банки підвищили базові кредитні ставки відповідно до змін. Як ми й розраховували, фінансовий світ зрозумів, що ФРС почала вживати заходів зі стримування інфляції». Як писала New York Times, «Уолл-стріт стурбована підвищенням ставок». Однак «симптоми негараздів в економіці продовжували посилюватися»²¹³.

Послаблення долара й зниження темпів економічного зростання спричиняли занепокоєння інвесторів, які ризикували втратити мільярди. Тому й результат підвищення ставки був не тим, на який розраховувала ФРС, — він призвів до збільшення загальної нестабільності ринку. Усі побоювалися, що після періоду найнижчих ставок в 1985 році, сприятливого для зростання ринку, знову у всьому світі почнеться хвиля їхнього підвищення. І справді, у відповідь на дії ФРС ставки підвищили у Німеччині та Японії.

²¹³ Грінспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Грінспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 112.

На початку жовтня занепокоєння інвесторів вже мало паничну форму. У перший тиждень місяця ринок цінних паперів знизився на 6 %, на наступному тижні — ще на 12 %. Падіння цін на ринку почалося 12 жовтня 1987 р., 16 жовтня індекс Доу-Джонса опустився на 108 пунктів. Збитки на ринку цінних паперів досягли 500 млрд доларів. А в «чорний понеділок» 19 жовтня відбувся стрімкий обвал — на Нью-Йоркській біржі розпочалася хвиля продажів, і автоматизована система обліку заявок (Designated Order Turnaround, DOT) не змогла з ними впоратися та відключившись. Це ще більше підсилювало загальну паніку, у якій поєдналися ажітаж продавців і страхи покупців. Ринок обрав курс на швидке зниження. Індекс Доу-Джонса знизився тільки за один день на 508 пунктів (22,5 %), індекс Standard and Poor 500 на 58 пунктів (30 %), індекс NASDAQ на 50 пунктів (15 %). У середньому американські ринкові індекси в «чорний понеділок» втратили 21 % вартості. Це було найбільше в історії падіння за день, що перевершувало навіть «чорну п'ятницю» 1929 року, коли «Великий крах» на Нью-Йоркській біржі став поштовхом для послідовності подій, які призвели до Великої депресії 1930-х років.

Не було жодних особливих новин або чуток 19-го числа або в попередні вихідні дні, які могли б спричинити паніку інвесторів. «Жодні економічні події 19 жовтня 1987 року або напередодні не можуть пояснити такий безпрецедентний обвал цін на акції»²¹⁴. Очевидно, уся річ у тім, що якщо світ мінливий, то мінливі й ринки. А восени 1987 року фінансове співтовариство було не готове до чергового обвалу на ринку цінних паперів.

«Ринок акцій, зрозуміло, обвалився, — згадує Майкл Льюїс, учасник цих подій. — Він упав, як не падав ніколи раніше, затримався, а потім ще далі впав», і після краху ринку акцій почалося переміщення грошей з одних рук в інші. Один везунчик з відділу акцій Salomon Brothers «виставив на продаж без покриття (іншими словами, розраховуючи на те, що ринок упаде) ф'ючерси на індекс S&P у п'ятницю, а в понеділок, коли настав час закривати ставку, курс ф'ючерсів був на 63 пункти нижче, і він заробив 27 мільйонів доларів. Можете собі уявити його захват! Усі інші у відділі акцій були десь між

²¹⁴ Siegel J. The Stock Market Crash of 1987: A Macro-Finance Perspective / J. Siegel. — White Center for Financial Research Working Papers. — 1988. — P. 24–88.

розпачем і сумнівами. На початку дня торгівля ще йшла... Але пізніше потік торгівлі пересох, що було провісником наближення заціпеніння ринку²¹⁵».

У 1987 р. світові ринки цінних паперів були набагато більше пов'язані між собою, ніж у 1929 році, і криза почалася одночасно у всіх фінансових центрах. У Лондоні, Парижі, Гонконгу в цей день курси знизилися на 11 %, у Токіо — на 2,3 %²¹⁶. В Австралії ринок цінних паперів втратив 58 % вартості, і це було рекордне падіння. На другому місці за збитками опинився ринок Гонконгу, за ним Сінгапур і Мексика. Найбільшими були втрати на ринку деривативів, а обсяг онкольних кредитів скоротився на 7 млрд доларів (25 %) ²¹⁷. Кількісно найбільшими були збитки інвесторів на американському ринку, що й зрозуміло — він мав найбільшу капіталізацію.

Наступного дня, 20 жовтня, паніка тривала на азійських біржах, які через різницю часових поясів почали роботу набагато раніше, ніж європейські та американські. А в США навіть почали обговорювати питання про закриття Нью-Йоркської біржі, тому що операції з усіма цінними паперами практично повністю припинилися. Це було явно не найкраще рішення — закриття біржі під час кризи посилює паніку інвесторів і робить її непрогнозованою. Поки працює біржа, залишається надія (нехай примарна) на завершення угод, а якщо біржа закрита — це ознака повного краху. Тим більше що відновити торги після закриття біржі важко. Незрозуміло, якими мають бути котирування, і ніхто не хоче першим називати ціну, щоб не прогадати. Така невизначеність може тривати декілька днів і спричиняти зрештою повний економічний колапс. Однак на рішення керівництва Нью-Йоркської біржі про закриття вплинути було складно, і допоміг лише випадок — за годину, яка залишалася до оголошеного моменту закриття біржі, з'явилися покупці на цінні папери, і біржу закривати не стали.

Загалом у 1987 році обійшлося без руйнувань банків — ФРС одразу оголосила, що забезпечить резервами будь-який банк, який їх потребує. Це відновило довіру на ринку, який

²¹⁵ Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. — С. 171. — <https://www.books-gid.com>

²¹⁶ Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. — N. Y.: Whittle — Penguin Books, 1994. — P. 96–97; Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser. — P.: Vuibert, 2005. — P. 500.

²¹⁷ Geisst C. Exchange Rate Chaos: Twenty Five Years of Finance and Consumer Democracy / C. Geisst. — London: Routledge, 1995. — P. 137.

після обвалу курсів паперів був близький до паніки. Втручання ФРС виявилось досить своєчасним, воно вселило інвесторам віру в те, що ризик на ринку контролюємо.

Новий голова ФРС Алан Грінспен діяв рішуче й наступного дня після обвалу ринку опублікував заяву, у якій підтверджував готовність ФРС підтримувати фінансову систему: «Федеральна резервна система, виконуючи покладені на неї функції національного центрального банку, готова забезпечити потрібний рівень ліквідності з метою підтримки економічної й фінансової системи країни»²¹⁸.

Після цього ФРС одразу почала скуповувати на відкритому ринку державні облігації, що було добрим знаком для фінансистів — вони знали, що можуть розраховувати на допомогу держави. Голова Федерального резервного банку Нью-Йорка Джеррі Корріган намагався переконати великих учасників ринку не припиняти кредитні й торговельні операції, щоб швидше впоратися із кризою. Не знаю, чи багато осіб послушали Коррігана — у такій ситуації, коли курси паперів падають, важко примусити себе продовжувати операції, якщо розумієш, що вигідніше буде перерекати.

А Рональд Рейган виступив із заявою, у якій він стверджував, що немає жодних причин для паніки, тому що всі економічні показники стабільні. Він хотів заспокоїти суспільство, але результат виявився протилежним — багато хто згадав недоречні слова президента Герберта Гувера про те, що економіка країни процвітає, сказані напередодні краху 1929 року.

Через декілька днів через дефіцит коштів у найбільших брокерських фірмах під загрозою обвалу опинився чиказький ринок опціонів, і потрібна була допомога Федерального резервного банку Чикаго. Але загалом за тиждень паніка заспокоїлася, а до початку листопада процентну ставку знизили на 2%. Після обвалу 1987 р. з ринку пішло чимало інвесторів і зникли деякі компанії, хоча від падіння 22 жовтня ринок відновився напрочуд швидко, і за рік біржа навіть продемонструвала зростання. А до початку 1988 р. індекс Доу-Джонса знову піднявся до 2000 пунктів — свого рівня на початку 1987 р. У першому кварталі 1988 р. темпи економічного зростання становили 2%, а в другому кварталі вони досягли 5%.

²¹⁸ Грінспен А. Епоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 115.

Найважчими наслідки кризи виявилися не в Нью-Йорку, Токіо або Лондоні, де фінансові ринки були великими за капіталізацією, а там, де ринки були слабкішими. Через три тижні після паніки в Нью-Йорку ринок цінних паперів знизився на 15,5 %, у Токіо — на 18,3 %, у Лондоні — на 28,5 %. Набагато більшим падіння ринку було в Австралії — 41,6 % і Новій Зеландії — 37,4 %²¹⁹. Центральні банки, особливо в країнах Європи, швидко знизили процентні ставки, використавши стабілізаційні фонди, щоб підтримати курси паперів з низькою ліквідністю. Тому криза 1987 р. була гострою, але нетривалою — лише декілька тижнів.

Великі збитки мали синдикати андеррайтерів. І хоча публіка не знала більшості подробиць проблем андеррайтерів, розголос мала історія невдалого розміщення емісії акцій British Petroleum. Під час обвалу ринку саме велася передплата на дуже великий (12 млрд доларів) випуск цих паперів.

Уряд Маргарет Тетчер вирішив приватизувати компанію (це була частина загальної програми приватизації), однак під час кризи продати акції було важко, і багато андеррайтерів зазнали на цій операції чималі збитки. Один з учасників розміщення, відома компанія Salomon Brothers, придбала у британського уряду 31,5 % акцій компанії British Petroleum, щоб потім з вигодою для себе поширювати їх. Але почалася криза 1987 р., і великий пакет акцій, що належав Salomon Brothers, став падати в ціні — збитки сягали 100 млн доларів.

Суперечки про природу кризи

Про природу й причини кризи розмов було багато — називали дисбаланси світової торгівлі, внутрішні проблеми американської економіки, поширення електронних торгів. «Я залишаю аналіз цього краху на відкуп економістам, які, здається, завжди знаходять якісь залишки серед руїн згорілого ринку. Є маса причин, які перетворюють ринок зі здорового атлета на кволого слабака. Теорій, що пояснюють цей обвал, з'явилося стільки ж, скільки теоретиків... Обвал став нагаду-

²¹⁹ Grant D. Bulls, Bears and Elephants: A History of the New Zealand Stock Exchange / D. Grant. — Wellington: Victoria University Press, 1997. — P. 328–329, 331.

ванням про те, що ринки здуваються так само легко, як і надуваються через мінливість настроїв, миттєво спустошуючи при цьому кишені. Ясно лише одне. Обвал не був випадковим»²²⁰.

Монетарна політика американського уряду була надто суворою, наближуючи крах. І пов'язана ця політика була не стільки з Аланом Грінспеном, який лише нещодавно став головою ФРС, скільки з міністром фінансів Джимом Бейкером. Він підписав у лютому 1987 року з Німеччиною, Францією, Великою Британією, Канадою і Японією Луврську угоду про зміцнення долара, небезпечну для фінансових ринків так само, як і будь-які спроби дотримуватися фіксованих курсів валют. Крім того, усі погоджувалися, що обвал спричинили «гарячі гроші» — капітали, які за найменших ознак спаду можна було легко перекинути з ринку акцій на облігаційний ринок. Швидкість, з якою міжнародні інвестори почали переводити свої капітали, і спричинила настільки сильний обвал.

Обвал 1987 р. багато хто вважав наслідком випадкового збігу обставин, спричиненого комп'ютеризацією операцій із цінними паперами. Справді, комп'ютерні програми продажу акцій проводили операції без покриття і цим збивали їхній курс, а покупців таких акцій ставало усе менше, що ще більше знижувало курси. Однак інвестори, які придбали акції одразу після обвалу, за наступний рік чи два мали непоганий прибуток.

Крах ринку 1987 року — це історія, «у якій технологія помилково перетворилася на монстра. Усе звелось до змови комп'ютерів». До того ж Європа, Америка і Японія стали «єдиним безперервно працюючим ринком, який реагує на новині миттєво... Ринки, які були окремими ріками, раптом об'єдналися, щоб стати океанами. Ми не були частиною ринкової революції; ми були самою революцією». Ми змінили «стару технологію, старі уявлення про гру на ринку... і коли все раптом зіштовхнулося, ринки стали монстром з палаючою пащею і почали трошити усе на своєму шляху»²²¹.

Швидке поширення комп'ютерів на ринках цінних паперів, поява програм, що визначають прибутковість операцій, а також інформують про проведення операцій на ринках різних країн — усе це справді могло посилювати дестабілі-

²²⁰ Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблишер, 2010. — С. 375.

²²¹ Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблишер, 2010. — С. 406, 385.

зацію ринку, але навряд чи було причиною кризи. Можливо, електронні торги відіграли якусь роль, але справа була не в них. Після фінансової кризи 1987 року президент брокерської контори Herzog Heine Geduld Джон Херцог заявив, що на фінансових ринках не було інституціональної колективної пам'яті, і ця нездатність пам'ятати минулі помилки зробила свій внесок у початок кризи²²².

Більшість ринків працювала за застарілими фінансовими технологіями, що під час загальної комп'ютеризації та підвищення мобільності капіталу затримувало ухвалення критично важливих рішень, особливо коли величезні капітали концентрувалися лише в декількох руках. Великі грошові пули давали шанс отримати прибуток дрібним вкладникам, а не тільки інституційним інвесторам. Однак традиційні механізми ринку цінних паперів не були досить гнучкими, щоб мати можливість швидко акумулювати великі грошові потоки, якими керували менеджери цих грошових пулів.

Сьогодні, коли плин часу розставив усе на свої місця, причини кризи очевидні. Під час такого стрімкого розширення ринку облігацій (зокрема іпотечних і «сміттєвих») та поширення спекулятивних операцій з ними, зрозуміло, що на ринку надувся величезний спекулятивний пузир. А так само, як кинутий вгору камінь неодмінно має колись упасти, будь-який спекулятивний пузир має рано чи пізно лопнути. Так було під час усіх криз, і ніякого особливого секрету в подіях 1987 року шукати не потрібно. Просто прийшов час лопнути і цьому пузирю.

Розслідування подій 1987 року

Після початку кризи в США за прямим наказом президента Рейгана була створена оперативна група з розслідування її причин. Керував групою Ніколас Брейді, один із директорів компанії Dillon Read. Слово «крах» вживати нікому не хотілося, та й порівняно зі схожими подіями в історії це був не зовсім крах — лише одна з багатьох криз. У групі Брейді його дипломатично називали «обвалом ринку». Серед причин

²²² Щоб зберегти цю «пам'ять ринків», Херцог запропонував створити музей американської фінансової історії (зараз він має назву Музей американських фінансів — <https://www.moaf.org>).

«обвалу» група Брейді відзначала неузгодженість дій різних ринків — акцій, облігацій, опціонних і ф'ючерсних. Ці ринки стали самостійними й майже не взаємодіяли один з одним. Крім того, з'явилося надто багато різних бірж, які пропонували свої фінансові продукти (ф'ючерсна, опціонна та інші біржі). А найстаріша і колись основна Нью-Йоркська біржа (New York Stock Exchange) втрачала свій вплив. Однак, як відзначала група Брейді, хоча й виникало враження, що різні ринки розділені, коли справа доходила до кризи, вона швидко охоплювала усі ринки. Виявилось, що насправді вони тісно взаємозалежні.

У доповіді групи Брейді зазначалося, що обвал ринку відбувся через те, що кілька інституційних інвесторів, страхуючи портфель власних активів, піддалися паніці та діяли, не враховуючи реальних цін, у той час як агресивно налаштовані фінансові посередники стали активно продавати акції, граючи на пониження. До того ж зовсім невчасно відмовила автоматична комп'ютерна система здійснення угод на Нью-Йоркській біржі, яка мала б зупинити торги під час різкого зниження цін²²³.

За рекомендаціями Брейді (він незабаром став міністром фінансів), на Нью-Йоркській біржі встановили порядок, згідно з яким, якщо ціни починали падати надто швидко, торги автоматично припинялися, щоб трейдери могли зорієнтуватися в обстановці. Ідея була запозичена з Японії, де подібна система добре проявила себе на ринку цінних паперів. А деякі великі компанії (Lehman Brothers, Morgan Stanley, Salomon Brothers та інші) про всякий випадок тимчасово взагалі відмовилися від електронних торгів.

Ринок NASDAQ вважався більш ризикованим і менш ефективним, ніж Нью-Йоркська біржа. Криза показала, що він таким і залишився. З початком падіння цін оператори NASDAQ стали відмовлятися проводити операції для клієнтів, а потім припинили відповідати на телефонні дзвінки. Після подій 1987 року реформуванням цього ринку зайнялася Національна асоціація дилерів цінних паперів (NASD), яка його і створила.

²²³ Brady N. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism, submitted to the President of the United States, the Secretary of Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board / N. Brady, J. Cotting, R. Kirby etc. — Washington, 1988. — <https://www.archive.org>

Інвестори залишають ринок

Проблеми, створені кризою 1987 року, збільшили кількість іноземних інвесторів, які вирішили позбутися американських паперів, насамперед акцій. Хитріше всіх були британські інвестори. Продавши великі пакети американських корпоративних паперів, в основному акцій, вони придбали на отримані гроші облігації Казначейства США. Таким чином вони залишилися на американському ринку, але перевели свої капітали в надійні державні облігації. Пішло з ринку також багато американських інвесторів. Особливо постраждали від цього взаємні фонди, настільки популярні в середині 1980-х — після подій 1987 р. їхня кількість помітно скоротилася.

Разом із відходом з ринку інвесторів почалося перетікання капіталів з ринку акцій на облігаційний ринок, і воно тривало до середини 1988 р. «Ринок облігацій зростав просто до небес, і багато маклерів цього ринку тріумфували. Коли ринок акцій впав на декілька сотень пунктів, інвестори почали міркувати про макроекономічні наслідки такого краху. Стандартна логіка поведінки ринку облігацій така: ціни акцій падають; люди втрачають гроші та стають бідніше; значить, економічне зростання сповільниться; відповідно, обсяг споживання скоротиться; інфляція знизиться (можливо навіть виникнення депресії та дефляції); процентні ставки також знизяться, тому ціни облігацій мають зрости. Так і трапилося». Усі купували облігації та багатіли прямо на очах. «Був саме такий день, який цілий рік годує». Грошовий ринок теж вирував. «Капітал тікав з ринку акцій у пошуках тихої гавані. Зазвичай роль тихої гавані для грошей відіграє золото, але... ціна золота також швидко падала», тому капітали спрямовували не на ринок золота, а на грошовий ринок у формі короткотермінових депозитів²²⁴.

Втім, під час біржового обвалу 1987 року багато індивідуальних інвесторів зберегли спокій і утрималися від продажу акцій, а після того як курси знову зросли, вони отримали свій прибуток. А от багато хто з професійних учасників ринку цінних паперів мав великі збитки в 1990-х роках, коли вони почали вкладати капітали в деривативи (при цьому пога-

²²⁴ Льюїс М. Покер лжецов / М. Льюїс. — С. 172. — <https://www.booksgid.com>

но розуміючи їхню сутність). А на початку 2000-х років їхні портфелі виявилися переповненими переоціненими акціями інтернет-компаній.

Втім, криза 1987 року була нетривалою. Хоча вона, як і всяка криза, стала потрясінням для багатьох, світова економіка швидко прийшла в норму²²⁵.

Фінансова політика Дж. Буша та його розбіжності з ФРС

У 1988 р. почалася виборча кампанія Джорджа Буша-старшого (президент у 1989–1993 рр.). Долар весь цей час залишався стабільним, і поширювалися чутки про змову між ФРС і великими банками з метою забезпечити обрання Буша, хоча це було малоймовірно. За словами Алана Грінспена, голови ФРС у ті роки, «після перемоги Джорджа Буша на виборах... я сподівався, що ФРС вдасться знайти спільну мову з новою адміністрацією. Ні для кого не було секретом, що президент, який прийшов після Рейгана, зустрінеться із серйозними проблемами в економіці... дефіцит бюджету був величезний, а державний борг стрімко збільшувався». Тому «Буш трохи погарячкував, коли на з'їзді республіканців сказав: "Запам'ятайте мої слова: підвищення податків не буде"». Звучали ці слова добре, але проблему дефіциту бюджету потрібно було якось вирішувати. Розбіжності Буша та Грінспена почалися ще до виборів і потім тільки посилювалися. Голова ФРС вважав, що за умов ризику нового підвищення інфляції потрібно «стримувати економіку, а не стимулювати її», на що Буш заявив: «Я б не хотів, щоби боротьба з інфляцією перешкоджала економічному зростанню». Питання економіки

²²⁵ Тільки за перші три місяці 1988 р. обсяг міжнародних позик зріс на 24 млрд доларів і досяг 118,2 млрд (у перші три місяці 1987 р. — 94,3 млрд). Обсяг випуску єврооблігацій, що скоротився в останні місяці 1987 року після кризи, з початком наступного року збільшився за перші три місяці на 23,5 млрд доларів і досяг 54,1 млрд.

були слабким місцем Буша, і зрештою, за словами Грінспена, «у нас сформувалися дуже напружені відносини»²²⁶.

Однак Дж. Бушу потрібно було вирішувати проблему зростаючого торговельного дефіциту. Початок процесів аутсорсингу та перенесення промислового виробництва за межі США в країни з дешевою робочою силою сприймалися тоді як політично небажане явище, але з ним Буш нічого не міг зробити. А конфліктні відносини адміністрації президента та ФРС зростали. Буш чомусь вважав, що ФРС встановлює процентні ставки довільно, із суб'єктивних міркувань. І хоча радники Буша переконували його зайнятися проблемою дефіциту бюджету та зростання державного боргу, президент ухилявся від цього. Він обвинувачував у всіх проблемах ФРС, яка нібито гальмувала економічне зростання і підштовхувала країну до нової кризи. Навіть міністр фінансів Ніколас Брейді вважав, що якщо ФРС знизить процентні ставки й стане необмежено накачувати в економіку гроші, то зростання прискориться. А коли почнеться черговий сплеск інфляції, то нехай ФРС із ним і розбирається.

Потім у 1990 р. почалася війна в Перській затоці. Популярність Буша ця війна на короткий час підвищила, але стала причиною спаду в економіці, а підйом у 1991 р. був млявим. Зростання прискорилося в 1992 р. (до 4,1 % за рік), але популярність Буша вже стала падати, і в 1992 р. його замінив на посаді президента Білл Клінтон.

Майкл Мілкен і ринок «сміттєвих» облігацій

«Сміттєві» облігації

У 1970-х роках особливу популярність набув ринок ризикованих «сміттєвих» облігацій. Ці облігації спекулятивного класу називали «високоприбутковими цінними паперами»

²²⁶ Грінспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 120–121.

(high-yield securities), «високопроцентними облигаціями» (high-interest bonds) і найчастіше – «сміттєвими» облигаціями (junk bonds).

Виникнення цього ринку було пов'язане з іменем Майкла Мілкена. Він став символом нової епохи високоприбуткових інструментів з фіксованим відсотком, подібно до того, як у 1960-х роках Берні Корнфілд був культовою фігурою часів першого захоплення взаємними фондами. Коли на ринку акцій був застій, Мілкен зумів зробити з облигацій (які зазвичай вважалися призначеними для консервативних інвесторів) привабливий спекулятивний інструмент із високою прибутковістю.

Раніше тих, хто працював зі «сміттєвими» облигаціями, вважали кимось подібними до скупників старих речей або навіть торговців наркотиками. Лише деякі банки погоджувалися мати справу з керівниками компаній, які під тиском обставин вирішили випустити junk bonds. Ставлення до цих паперів змінилося після того, як Майкл Мілкен, створивши величезний ринок «сміттєвих» облигацій, на своєму власному досвіді показав багатьом їхню вигідність. Хоча кожен окремий випуск таких облигацій мав високий ступінь ризику, придбання пакетів облигацій різних емітентів знижувало ризик. Ймовірність одночасного дефолту за всіма облигаціями зменшувалася в разі збільшення їхнього пакета.

Мілкен народився в 1946 році в Енсіно, багатому й тихому районі Лос-Анджелесу. Так і хочеться сказати, що він був сином скромного єврея-бухгалтера, який з дитинства любив математику, і це не буде неправдою. Батько його справді був бухгалтером, хоча не скромним, а добре забезпеченим. Майкл допомагав йому сортувати папери, і під впливом батька в Мілкена сформувалося прагматичне ставлення до грошей. Коли минули роки, він любив говорити: «Ніколи не рахуйте ваші гроші – інакше ви не зможете змусити себе зробити більше».

У 1965 р. Мілкен почав навчатися у Каліфорнійському університеті в Берклі. У другій половині 1960-х років цей університет опинився в центрі бурхливого молодіжного руху, у якому перемішалися протести проти війни у В'єтнамі, наркотики й гасла сексуальної революції. Однак Мілкен був далеким від захоплень епохи хіпі – його цікавили тільки вивчення бізнесу та симпатична дівчина, на ім'я Лорі, з якою він згодом

одружився. Майкл вивчав математику й фізику, мріючи брати участь у програмі космічних досліджень. Через рік хтось із його знайомих сказав, що «він ніколи не стане частиною американської мрії, якщо не розбагатіє», і ці слова змінили життєвий шлях Мілкена. «І тоді я опинився на Уолл-стріт, щоб управляти потоками капіталу, разом із тисячами інших наближаючи американську мрію»²²⁷.

Поява ідеї

Мілкена давно цікавили «китайські папери» — облігації, у 1960-х роках емітовані творцями модних тоді конгломератів, щоб залучати за допомогою їхнього випуску позикові капітали, потрібні для придбання чергової компанії. Згодом Мілкен на новому рівні реалізував цю ідею у своїх знаменитих корпоративних поглинаннях. Із цими паперами, які впали в ціні до 20–30 % номіналу, Мілкен мав справу ще в шістдесяті роки. Коли він ще був студентом коледжу, то сам почав вкладати в них гроші, отримані в управління від клієнтів батька. Щоб зацікавити своїх перших інвесторів, Мілкен гарантував, що повністю бере на себе можливі збитки, а у разі отримання прибутку, він одержує його половину. Такі умови створили йому репутацію надійного ділового партнера.

Потім Майкла привабила проблема кредитоспроможності емітентів цінних паперів, яку визначали на основі рейтингів. Розміщувати свої облігації могли тільки 600–700 компаній, яким був привласнений рейтинг інвестиційного рівня. Інші були позбавлені такої можливості, хоча, як вважав Мілкен, відсутність інвестиційного рейтингу сама по собі ще нічого не означала для перспектив компанії.

Дрібні та середні компанії, що не входили в групу «блакитних фішок», змушені були брати короткотермінові кредити в комерційних банках під високий відсоток. Щоб вийти на ринок цінних паперів, цим компаніям залишалося тільки використовувати облігації з підвищеною прибутковістю порядку 10 %. Вони вважалися більш ризикованими і тому не зовсім справедливо мали назву «сміттєвих» (junk bonds), хоча

²²⁷ Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A. Stevenson // The New York Times. – 2015. – 8 Dec.

насправді могли бути нічим не гірше облігацій з інвестиційним рейтингом. Ці папери з'явилися задовго до Мілкена, хоча й не мали особливого значення. У класичному та вузькому сенсі слова спершу це були корпоративні облігації, усі ті «блакитні фішки», які втратили високий рейтинг через труднощі компанії. Тому такі папери називали *fallen angels* – «занепалі ангели» (назва *junk bonds* з'явилася пізніше; кажуть, що її придумав сам Мілкен). За цими облігаціями не було купонних виплат, і вони не приносили доходу.

Інвестори, які купували *junk bonds*, сподівалися на те, що ці папери, які сильно впали в ціні, колись можуть знову зрости. Тоді той, хто скупив їх за зниженою ціною, розбагатіє. Надія ця була примарною, але... бувають усілякі дива у світі фінансів. Типовим прикладом таких паперів були кубинські облігації, випущені ще до Фіделя Кастро. Відсотки за ними не виплачували вже 20 років, термін погашення настав у 1977 р., а ймовірність, що на Кубі зміниться влада, була мізерною. Але ці папери в 1980-х роках усе ще перебували на ринку, а їхні покупці продовжували вірити, що Кастро коли-небудь скинуть. Потім *junk bonds* стали називати всі облігації з невисоким рейтингом, зокрема загалом перспективні папери недавно створених компаній, які не могли отримати належний рейтинг.

Мілкен вважав, що на ринку може бути добрий попит на облігації з підвищеною прибутковістю, тому що є чимало інвесторів, які терпимо ставляться до підвищеного ризику заради більшого прибутку. Великі компанії («блакитні фішки»), користуючись своїм становищем на ринку корпоративних паперів, не випускатимуть високоприбуткові облігації – для них у цьому немає сенсу. Молоді перспективні компанії пробитися на облігаційний ринок не можуть. Для цього їм потрібен рейтинг інвестиційного класу, який неможливо одержати без певного рівня капіталізації, кількості співробітників і загальної репутації компанії.

На думку Мілкена, рейтингові агентства, лобіюючи інтереси великих корпорацій, навмисно не пускали на ринок молоді компанії. Розв'язати цю проблему можна було, тільки створивши альтернативний ринок облігацій, не контрольований рейтинговими агентствами. Тоді *junk bonds* могли б стати непоганим інвестиційним інструментом для недавно створених компаній, які ще не встигли зарекомендувати себе на ринку.

Робота в компанії Drexel

Приїхавши з Каліфорнії до Нью-Йорка, Мілкен отримав роботу в інвестиційній банківській компанії Drexel, яка мала давню історію²²⁸. Спершу він займався звичайними корпоративними облігаціями. У середині 1970 р. завдяки зусиллям Мілкена Drexel випустила (ймовірно, уперше в історії ринку цінних паперів) списки високоприбуткових «сміттєвих» облігацій, якими Майкл серйозно вирішив торгувати. Щоправда, колеги вважали, що він збирається торгувати явним мотлохом, але це його не зупиняло.

Керівництво компанії одразу зацікавилася діяльністю Мілкена і дало йому пів мільйона доларів на початок діяльності, а потім збільшило цю суму до двох мільйонів. Мілкен за рік одержав на них 100 % прибутку, і це одразу привернуло до нього увагу. Незабаром йому дали можливість створити свій власний відділ високоприбуткових облігацій, і в Майкла виникло коло постійних клієнтів (взаємні фонди Keystone B4, Lord Abbot Bond Debenture, National Bond Fund та інші). Таким чином, після приходу Мілкена в Drexel вона більше стала спеціалізуватися на junk bonds.

Серед великих учасників ринку цінних паперів ця компанія тоді вважалася досить дрібним гравцем. Однак після початку масових емісій junk bonds, які розміщувалися з великою знижкою від номіналу, ставлення до Drexel стало змінюватися. Більшу частину емісій компанія поширювала са-

²²⁸ Її заснував ще в 1838 р. художник Френсіс Дрексель. У 1860-х роках син засновника, Ентоні Дрексель, став партнером Дж. П. Моргана, і з 1871 р. у Нью-Йорку з'явилася фірма Drexel, Morgan and Company. У 1934 р., після видання закону Гласса — Стіголла про поділ інвестиційних і комерційних банків, залишки компанії Drexel були остаточно поглинені Морганом. А 1940 р. колишні партнери Drexel заснували інвестиційний банк з назвою Drexel and Company. Справи в банку йшли не дуже добре, і в 1965 р. він об'єднався з Harriman Ripley and Company. Нова компанія називалася Drexel Harriman Ripley і займалася розміщенням цінних паперів. У середині 1970-х 25 % акцій придбала Firestone Tire and Rubber Company, і назва компанії знову змінилася, ставши Drexel Firestone. На початку 1970-х справи Drexel пішли гірше, і в 1973 р. вона була поглинена брокерською фірмою Burnham Company (заснованою в 1931 р. у Пенсильванії). Так виникла Drexel Burnham and Company із центральним офісом у Нью-Йорку і капіталом 44 млн доларів. Після того як у цю компанію були спрямовані інвестиції бельгійського банку Groupe Bruxelles Lambert, який купив 26 % акцій Drexel, компанія змінила назву на Drexel Burnham Lambert.

мостійно, хоча деяку кількість виводили на ринок такі великі банки, як Lehman Brothers. Завдяки junk bonds фінансування змогли отримати фірми, що не мали доступу до ринку корпоративних облігацій з високими рейтингами.

Мілкена цікавили також облігації компаній, які перебували на межі банкрутства. Він купував їх по 10–20 % номіналу, а потім, як зазвичай буває на ринку, вже через самий факт придбання облігації починали зростати, і скоро їх можна було продати з помітним прибутком. Приблизно так само в 1940-х роках трейдер Сай Льюїс із Bear Stearns заробив багато грошей, скуповуючи облігації збанкрутілих залізниць.

Приваблювали Майкла Мілкена також облігації трастів нерухомості (Real-Estate Investment Trust, REIT), особливо тих із них, які перебували на межі банкрутства. Ці трасти були подібні до взаємних фондів, але їхні портфелі складалися не з акцій, а з іпотечних паперів²²⁹. Трасти REIT випускали облігації інвестиційного класу з високим рейтингом. Спершу все йшло добре, іпотечні трасти користувалися своїми перевагами та розміщували акції за завищеною ціною. Під час загального спаду середини 1970-х доходи багатьох із цих трастів сильно знизилися, а їхні папери знецінилися²³⁰ — часом до

²²⁹ Трасти інвестицій у нерухомість REIT з'явилися в США після ухвалення в 1960 році Конгресом закону Real Estate Investments Trust Act, який звільняв їх від корпоративного податку. Це сприяло залученню дрібних інвесторів, які вкладали свої заощадження в нерухомість. Трасти REIT — інвестиційні фонди закритого типу, які володіли комерційною нерухомістю (готелі, торгові центри тощо). Доходи від її оренди розподілялися між власниками акцій, випущених цими трастами. По суті, це була одна з ранніх форм сек'юритизації доходів від нерухомості. Однак у 1960-х роках ніхто про це ще не замислювався. REIT створювали великі пули іпотечних активів, а їхні акції купували дрібні інвестори, вкладаючи в такий спосіб свої капітали в нерухомість. В іншому разі такі інвестори не змогли б вкласти в нерухомість свої заощадження, тому що вони були надто малі. Наприкінці 1960-х REIT залучили багатьох і були дуже популярні. У 1968 р. активи трастів досягли майже мільярда доларів, у 1969 р. — 2 млрд, у 1974 році — 20,5 млрд.

²³⁰ Ті, хто інвестував капітали в іпотечні трасти, змогли отримати непоганий прибуток, особливо якщо встигли позбутися акцій трастів до початку спаду. І навіть коли він уже почався, можна було добре заробити на коротких позиціях, як ті інвестори, які зрозуміли, що у REIT виникли проблеми. Так ті, хто не побоювся ризику, отримали від гри на зниження до 100 % прибутку. Трасти брали банківські кредити під 6 % річних, а потім самі видавали під 12 % річних кредити компаніям, що будували торгові центри. На цьому REIT отримували 6 % річних чистого доходу. До початку нафтової кризи дефолти відбувалися нечасто, і загалом ця схема добре працювала. Але після введення нафтового ембарго чимало будівельних проєктів призупинили, кількість

10 % номіналу. Мілкен добре вивчив ці облигації, тому обирав з них ті, які могли бути погашені за номіналом або хоча б по 75 %. Якщо з десяти випусків облигацій, куплених за ціною 10–20 % номіналу, хоча б два погашали за номіналом (а це було реально), можна було отримати чималий прибуток.

Кажуть, що в 1970 році Майкл уперше жартома назвав недооцінені облигації «сміттєвими» — junk bonds. Він вважав, що навіть якщо це сміття, на ньому можна непогано заробити. Назва прижилася, хоча була не зовсім вдалою²³¹. Якби Мілкен назвав їх одразу високоприбутковими або недооціненими, то ці «занепалі ангели» в історію ввійшли б не як «сміттєві», а з іншою назвою. Але вийшло так, як вийшло.

У середині 1970-х років, разом із роботою на Drexel, Мілкен почав створювати фонди високоприбуткових облигацій. Перший такий фонд, заснований ним разом із Девідом Соломоном (First Investors Fund for Income, FIFI), у 1977 р. отримав фінансову підтримку в розмірі 17 млн доларів від Drexel, потім з'явилося ще шість подібних фондів, також підтримуваних Drexel. Для інвесторів мотивація була простою й зрозумілою — державні облигації Казначейства давали дохід 7,5 %, а фонди високоприбуткових «сміттєвих» облигацій обіцяли 10 %.

Так почав формуватися самостійний ринок «сміттєвих» облигацій, який створювався не тільки зусиллями Майкла Мілкена. У 1977 р. Lehman Brothers Kuhn Loeb, одна з найбільших фінансових компаній, цілеспрямовано вивела на ринок декілька нових випусків низькорейтингових високоприбуткових облигацій²³². На відміну від знецінених «занепалих ангелів» — облигацій, що колись мали високі рейтинги, але

дефолтів швидко зроста, і багато REIT збанкрутували. А інвестори втратили до них інтерес. Однак ці трасти не зникли, і новий пік інтересу до них був у першій половині 1990-х років, коли пенсійні фонди, страхові компанії та торгово-промислові корпорації стали обмінювати завжди ліквідну нерухомість, що не належала їм, на ліквідні частки в капіталі трастів REIT, що більш ефективно управляли нерухомістю. У 1998 році пузир, який надувся на цьому ринку, лопнув під час хвилі криз у країнах, що розвивалися. Втім, спад тривав недовго, і в 2000 році REIT знову стали популярними.

²³¹ За іншою версією, назва junk bonds з'явилася в 1974 році в невеликій статті, опублікованій без імені автора в журналі Forbes (The Big Money in «Junk» Bonds // Forbes. — 1974. — Apr. 1. — P. 26–27).

²³² На 75 млн для LTV Corporation, 75 млн — Zapata Corporation, 60 млн — Fuqua Industries і 53 млн — Pan American World Airways.

потім упали в ціні, — випущені Lehman Brothers папери із самого початку були низькорейтинговими, інакше кажучи — «сміттевими».

У квітні 1977 року Drexel розмістила свої перші високоприбуткові облігації (під 11,5 % річних на суму 30 млн доларів), випустивши їх для нафтової компанії Texas International. Комісійні 3 % на той час були дуже великими, і прибуток компанії Drexel становив 0,9 млн доларів (комісійні для звичайних високорейтингових облігацій були набагато меншими й становили найчастіше 0,8–0,9 %). До кінця 1977 р. компанія організувала ще шість подібних невеликих емісій із сумарним обсягом близько 125 млн доларів. І хоча цей обсяг був удвічі менше, ніж в Lehman Brothers, за кількістю емісій високоприбуткових облігацій Drexel вийшла на перше місце. У 1978 р. Drexel розмістила 14 емісій на загальну суму 439,5 млн доларів, ставши безперечним лідером, і незабаром вона контролювала майже 70 % ринку junk bonds. До середини 1980-х років Drexel зберігала майже повну монополію на ринку «сміттєвих» облігацій, а потім цим ринком зацікавилися й інші великі інвестиційні банки.

Мілкен повертається в Лос-Анджелес

У 1978 р. Мілкен став домагатися переведення свого відділу високоприбуткових облігацій до Лос-Анджелесу — йому потрібна була більша свобода, а в нью-йоркському офісі Drexel було надто багато людей, які ставилися до нього недоброзичливо. Він вимагав це майже в ультимативній формі, і хоча в керівництві Drexel розуміли, що в такому разі Мілкена взагалі неможливо буде контролювати, саме його відділ давав переважну частину доходу. По суті, компанія більше потребувала його, ніж він її.

Незабаром відділ високоприбуткових облігацій справді перенесли до Лос-Анджелесу із офісом у найпрестижнішому районі міста — Беверлі-Гілз. А Мілкен купив за 750 тис. доларів будинок у районі Енсіно, неподалік від будинку своїх батьків²³³. Рішення переселитися до Лос-Анджелесу здавало-

²³³ Район цей також вважався престижним, хоча не настільки, як Беверлі-Гілз або Бель-Ейр.

ся на перший погляд дивним, адже центр фінансового життя традиційно перебував у Нью-Йорку. А Лос-Анджелес всі вважали столицею шоу-бізнесу, символом якого був Голлівуд, розташований недалеко від Беверлі-Гілз. Сам Мілкен казав, що він перебрався сюди, щоб бути біля батька, який помирав від раку. Можливо, так і було. Але подальший хід бізнесу Мілкена показав, що розташування офісу його відділу в Беверлі-Гілз мало значення для того, щоб пустити клієнтам пил в очі, створюючи почуття причетності до життя знаменитостей.

У керівництві каліфорнійського облігаційного відділу Drexel були Лауелл Мілкен, юрист і молодший брат Майкла; а також його близький друг Пітер Аккерман і особистий адвокат Річард Зандлер. За чутками, з 85 співробітників відділу два десятки основних одержували по 10 млн доларів на рік. Щоправда, їм доводилося працювати з раннього ранку до пізнього вечора.

Робочий день починався о 04:30 ранку, коли в Нью-Йорку було 07:30. Мілкен ранком майже щодня розмовляв по телефону з одним зі своїх партнерів, Айвеном Боескі. Їм подобалося, що вони обговорюють свіжі фінансові новини так рано, коли більшість банкірів з Уолл-стріт ще не почали роботу. Сам Мілкен закінчував роботу о другій годині дня, займаючись потім аналізом фінансової інформації, а офіс був відкритий до восьмої вечора.

Мілкен вимагав, щоб його співробітники не тільки весь час були на своїх місцях, а й займалися справами по роботі, а не особистими телефонними розмовами (соціальних мереж, у яких сьогодні часто проводять час офісні працівники, тоді ще не було). Їжу доставляли в офіс, а сексуальні послуги, за чутками, надавали секретарки. Обмеження особистої свободи були сильними, але люди Мілкена так багато заробляли, що ніхто не скаржився.

Мілкен подавав приклад і був справжнім босом-трудоголіком. У нього навіть не було персонального кабінету, і його робоче місце було в центрі величезного стола у формі літери Х, розташованого в загальній торговельній залі. Стіл був заставлений телефонами й найсучаснішими на той час комп'ютерами, а співробітники сиділи за ієрархією — ближче до Мілкена більш значущі персони, а далі всі інші.

Показово, що після відкриття офісу на дверях довго не було жодної таблички — Мілкен демонстративно підкреслю-

вав, що його і так усі знають, а також свою незалежність від Drexel (формально офіс Мілкена все ж таки був відділенням цієї компанії). Інтер'єр офісу був скромним — кілька світлин Олімпійських ігор на стінах і все. На розкіш і на причетність до світу великого бізнесу натякало тільки розташування офісу на розі бульвару Уілшир та Родео-Драйв, де Майкл із братом купили цілий будинок, що мало хто міг собі дозволити.

«Згадайте фільм “Ганді”, — говорив Майкл. — Важко надихнути людей, якщо їдеш у лімузині, а вони йдуть босі». Гра в скромність була важливою частиною його іміджу, і це подобалося багатьом. «Якщо вважати моєю метою допомогу людям, — заявив він в інтерв'ю в 1987 році, — я був їй завжди відданий. Ринок хотів інвестувати в довготермінові цінні папери (з фіксованим доходом) компаній нижче інвестиційного класу. І я вважав, що ми зобов'язані допомогти обом — компаніям та інвесторам»²³⁴.

Андеррайтинг «сміттєвих» облігацій був дуже вигідною справою, хоча й ризикованою — винагорода андеррайтерів виявилася майже вдвічі вище, ніж під час розміщення звичайних облігацій з інвестиційним рейтингом. Комісійні андеррайтерів під час розміщення «сміттєвих» облігацій досягали в середньому 6 % при типовому обсязі однієї емісії 100 млн доларів. У Drexel облігаційний відділ Мілкена отримував 2 % із цих 6 % — з кожної емісії обсягом 100 млн доларів по 2 млн доларів комісійних.

Крім організації випуску високоприбуткових облігацій, відділ займався підтримкою їхньої ліквідності, для чого спершу сам Мілкен через підставні компанії проводив із ними операції купівлі-продажу, імітуючи активність на ринку. Згодом реальними інвесторами, які вкладали капітали в ці облігації, стали малі й середні інвестиційні компанії, що не мали іншого способу потрапити на ринок через конкуренцію з великими фондами. Для цих клієнтів Мілкена облігації з підвищеною прибутковістю були єдиною можливістю досягти успіху, хоча можливість ця була пов'язана з ризиком. Потім серед його

²³⁴ За його словами, «таке становище здавалося мені очевидною дискримінацією у відношенні до керівництва й співробітників компаній, які пропонували товари і послуги, що мають попит. І все тільки тому, що вони не мали відповідного рейтингу. Це була кричуща несправедливість. Тому я не поважав би себе, якби не використав доступні мені засоби, щоб знайти гроші для цих людей» (Брук К. Бал хищников / К. Брук. — С. 28. — <https://www.vk.com>).

клієнтів почали переважати численні провінційні ощадно-позикові асоціації.

Коли Drexel почала проникати на ринок junk bonds, на ньому в 1979 році було 16 інших компаній. Потім їхня кількість скоротилася до 12 в 1980 р. і до 5 в 1981 р. При цьому середній річний обсяг емісії облігацій залишався без змін, в середньому 1,5 млрд доларів, але ринок вже контролювала Drexel. У 1979 р. з 1,22 млрд — загального обсягу випуску цих паперів, Drexel розміщувала облігацій на 408 млн доларів, у 1981 р. із загальної емісії 1,47 млрд на Drexel припадало 1,08 млрд. Головним конкурентом Drexel була Merrill Lynch, але люди Мілкена витісняли її всіма можливими способами, іноді досить агресивно.

Попит на junk bonds швидко збільшувався — ті, хто хотів їх випустити за допомогою Мілкена, утворили цілу чергу; покупців теж було дуже багато. «У нього були емітенти. У нього були покупці. Він був найспритніший з усіх. У нього було ноу-хау. У нього була найкраща система заохочень для співробітників. У нього була вичерпна база даних — він знав про компанії все, він знав, скільки коштували їхні цінні папери та, можливо, навіть як коливалися ціни по днях принаймні з 1971 року. Він створив завершене ціле», — згадував Говард Маркс, один із клієнтів Мілкена наприкінці 1970-х²³⁵.

Каліфорнійські фестивалі Мілкена

У пошуках інвесторів чималу роль відіграли знамениті розкішні фестивалі Мілкена. Спершу це були скромні конференції інвесторів, де їм надавали інформацію щодо junk bonds. На одній з перших таких конференцій у 1983 р. Мілкен вирішив підрахувати купівельну спроможність своїх клієнтів, і виявилося, що всі ті, хто зібрався в залі, в разі необхідності могли б надати 100 млрд доларів. Надалі така оцінка стала улюбленим ритуалом Майкла, який допомагав йому відчувати свою могутність. Незважаючи на схильність до перебільшень, фінансові можливості його клієнтської мережі справді були високі, і вони постійно зростали.

²³⁵ Брук К. Бал хищников / К. Брук. — С. 28. — <https://www.vk.com>

Згодом ці конференції перетворилися на розважальні шоу, які влаштовували в готелі Beverly Hills у Лос-Анджелесі (він належав одному з компаньйонів Мілкена, Айвену Боескі). Серед запрошених були фінансисти, які могли б спокуситися підвищеною прибутковістю junk bonds, а також політики (сенатори Білл Бредлі, Тед Кеннеді, Говард Метценбаум, Ел Дамато та інші), які самим фактом своєї присутності підвищували престижність «сміттєвих» облігацій. А Drexel для подяки брала участь у фінансуванні передвиборчих кампаній цих політиків.

Про Мілкена казали, що якби він не став фінансистом, то міг би заснувати який-небудь новий релігійний рух. На своїх фестивалях він справді часом поводився як релігійний пророк, а сліпа віра інвесторів у нього теж нагадувала релігійний фанатизм. Настільки захоплене ставлення до Мілкена було пов'язане з його грою в демократизацію ринку. Він любив критикувати корпоративний істеблішмент, яким керували, за його словами, «усякі жирні бегемоти-мільйонери», які не давали проходу новим перспективним компаніям. А Мілкен допомагав піднятися таким недооціненим фірмам або тим, що потрапили в скрутне становище.

Фестивалі Мілкена для інвесторів славилися розмахом і показною розкішшю. Дорогі машини для учасників подавали в аеропорт, їх поселяли в кращі готелі, влаштовували для них обіди в престижному ресторані Chasen's, а вечорами концерти зірок тих років — Френка Сінатри, Дайани Росс та інших. А на конференціях і семінарах учасникам фестивалів розповідали, що інвестиції в junk bonds завжди будуть вигіднішими, ніж у традиційні корпоративні облігації з високим рейтингом.

А ще невіддільною частиною Мілкенівських фестивалів були красуні, які розважали інвесторів, надаючи сексуальні послуги. Ці послуги були заздалегідь оплачені (цим займався виконавчий директор Drexel Дональд Енгель, близький друг Мілкена). Але багато інвесторів через наївність про це не здогадувалися й думали, що їм просто пощастило познакомиться. Для тих, хто бажав усамітнитися з дівчатами, було призначене окреме бунгало № 8 готелю Beverly Hills. Зрозуміло, що після такої психологічної обробки гості вже не могли об'єктивно оцінювати фінансову сторону справи. Майкл Мілкен щедро витрачав на все це гроші — йому потрібно було

справити враження на інвесторів, від яких залежав успіх його бізнесу. І він розрахував все правильно.

Розквіт ринку junk bonds

Мілкену вдалося створити величезний ринок високоприбуткових облігацій, і всі говорили про великий прибуток облігаційного відділу Drexel (тільки в 1986 р. — 525 млн доларів). До того ж жодна з компаній, з паперами яких працював Мілкен, не оголосила дефолту, і всі вони чітко сплачували прибуток за своїми облігаціями. Це забезпечувало ліквідність ринку junk bonds — інвестори легко могли продати ці папери за вигідною ціною.

Основними покупцями «сміттєвих» облігацій були страхові компанії²³⁶, пенсійні фонди²³⁷ та, головним чином, ощадно-позикові асоціації, у яких осіла значна частина високоприбуткових junk bonds. У першій половині 1980-х справи цих асоціацій були не дуже успішними, тому їм були потрібні інвестиційні інструменти з прибутковістю більшою, ніж у звичайних іпотечних операцій. Такий дохід у той час могли дати «сміттєві» облігації. А щодо їхньої ризикованості, то виданий у 1982 році закон Гарна-Сен-Жермена дозволяв банкам і небанківським установам інвестувати в цінні папери лише частину своїх доходів. Тому ризик зазнати збитків від «сміттєвих» облігацій здавався не таким уже й страшним.

Капітал Майкла Мілкена сягав тоді 3 млрд доларів. Лише бонусна премія, отримана ним у 1990 році в компанії Drexel, становила 550 млн доларів. До цього часу була створена добре налагоджена схема розміщення емісій «сміттєвих» облігацій через посередників, які отримували чималу винагороду²³⁸. Якби Мілкен зупинився на цьому рівні, то ще довго зміг би мати великий прибуток на ринку «сміттєвих» облігацій.

²³⁶ У 1988 році вони володіли приблизно 30 % усіх випущених «сміттєвих» облігацій, наприкінці 1993 р. — 12 %.

²³⁷ У 1988 році державним і приватним пенсійним фондам належало близько 15 % випущених «сміттєвих» облігацій.

²³⁸ Одним із таких посередників був Finsbury Fund, створений при компанії Solomon Assets. Фонд продавав «сміттєві» облігації роздрібним інвесторам, піднімаючи при цьому ціну на ці папери та отримуючи чималий прибуток, частину якого він віддавав Мілкену (Zey M. Banking on Fraud: Drexel, Junk

У 1977 р. капітал Drexel становив 75 млн доларів (з них власний капітал був ще менше, 40 млн), отриманий дохід — 150 млн доларів. Акції компанії в серпні 1977 р. котирувалися по 4,47 долара. Наприкінці 1985 р. доходи компанії досягли 2,5 млрд доларів, капітал — 1 млрд, власний капітал — 750 млн, курс акцій піднявся до 58,66 долара. Чистий прибуток за рік досяг 304,4 мільйона, і за його величиною Drexel наближалася до компанії Salomon Brothers, яка мала вдвічі більше капітал. Наприкінці 1986 р. доходи Drexel досягли 4 млрд, чистий прибуток — 545,5 млн, і вона випередила Salomon із його 516 млрд прибутку.

У 1970 р. загальний обсяг ринку junk bonds був майже нульовим, у 1981 р. сумарний обсяг нових емісій досяг вже 839 млн доларів, у 1985 р. — 8,5 млрд доларів, у 1987 р. — 12 млрд. У тому самому 1987 році «сміттєві» облігації становили 25 % обсягу ринку корпоративних облігацій. Загалом з 1980 по 1987 р. були випущені «сміттєві» облігації на загальну суму 53 млрд доларів. «Уолл-стріт того часу являла собою один божевільний ринок, який грав на підвищення і щодня створював дюжину нових мільйонерів. Гроші були дешеві, і саме тоді хлопець, на ім'я Майкл Мілкен, придумав свої “сміттєві” облігації — дуже ризиковані, але високоприбуткові папери, які змінили весь підхід корпоративної Америки до бізнесу. Це був час нестримної жадібності та буйних надмірностей»²³⁹. Після обвалу ринку цінних паперів у 1987 р. у компаній-емітентів junk bonds почалися проблеми з фінансуванням, і це на деякий час охолодило інтерес інвесторів до «сміттєвих» облігацій.

Захоплення агресивними поглинаннями

У середині 1980-х років знову повернулася мода на злиття й поглинання (mergers & acquisitions, M&A), почасти нагадуючи цим 1960-ті роки, але за масштабами перевершуючи той час. Історично активність злиттів і поглинань посилювалася та слабшала залежно від загальних підйомів і спадів в економіці. Першою хвилею злиттів у США можна вважати події

Bonds, and Buyouts / M. Zey. — N. Y.: Aldine de Gruyter, 1993. — P. 16).

²³⁹ Белфорд Д. Волк с Уолл-Стріт / Д. Белфорд. — <https://www.litres.ru>

1901 року, коли Дж. Морган створив U. S. Steel, другою — концентрацію корпорацій у 1916–1924 роках, коли Middle West Utilities стала контролювати енергетичні компанії в 39 штатах. Третя хвиля призвела до створення конгломератів у 1965–1969 роках, а Gulf & Western за п'ять років купила 80 компаній.

Конгломерати, які виникли в шістдесятих роках, значно скоротилися під час стагнації наступного десятиліття. З початком нового підйому та швидкого розширення ринків облігацій, а потім і акцій, знову ожила стара ідея — вартість поданих складників іноді буває більшою, ніж просто їхня сума. Або, іншими словами, капіталізація двох об'єднаних компаній може стати більшою, ніж проста сума капіталізації кожної з них окремо. Так почалася мода на злиття й поглинання за допомогою викупу контрольного пакета акцій за позикові кошти — мода, якою прославилися 1980-ті роки. Це була четверта хвиля злиттів і поглинань²⁴⁰.

Нову хвилю злиттів посилювало ще й те, що ціни на акції компаній у середині 1980-х усе ще були нижчими за звичайні, і ці дешеві папери приваблювали тих, хто займався злиттями й поглинаннями. До того ж багато компаній прагнули до розширення, що було зрозумілим. Але після тривалого спаду 1970-х створення нових підприємств потребувало чималих витрат і було проблематичним. Набагато простіше було купити за зниженою ціною вже існуючі активи, яких було достатньо на ринку. Так почався бум злиттів і поглинань, який ще більше посилив поживлення на ринку цінних паперів, де інвестори охоче скуповували акції тих компаній, які, за чутками, скоро мали бути поглиненими.

Автором ідеї поглинань був Джеррі Кольберг, засновник знаменитого інвестиційного фонду Kohlberg Kravis Roberts (KKR), який почав роботу в 1976 році. Фонд провів понад 150 поглинань на загальну суму 345 млрд доларів, серед них — придбання в 1988 році компанії RJR Nabisco з капіталізацією близько 25 млрд доларів, найбільше на той час поглинання. Кольберг, налаштований консервативно, віддавав

²⁴⁰ Потім, після колапсу декількох компаній, які надмірно захопилися M&A, на цьому ринку почався спад, що тривав до середини 1990-х років. У цей час кількість операцій зі злиття й поглинання значно зменшилася, а ті з них, які були завершені, проводилися зазвичай за рахунок власних, а не позикових коштів.

перевагу дружнім поглинанням, про які власники компаній домовлялися під час обіду у якомусь престижному ресторані. Але його молодші за віком компаньйони, Кравіс і Робертс, дивилися на цей бізнес інакше — їх більше приваблювали недружні агресивні поглинання. Кольберг незабаром відійшов від справ, а компанія Kohlberg Kravis Roberts (KKR) стала лідером агресивних поглинань. У 1980-х роках з десяти найбільших поглинань чотири було зроблено саме KKR²⁴¹.

Агресивні поглинання поширилися також в Англії, де головним корпоративним загарбником став лорд Хансон, який у 1986 р. поглинув Imperial Group, що входила в десятку найбільших британських компаній, а в 1989 р. він захопив Consolidated Goldfields, одну з основних у світі золотодобувних компаній.

У першій половині 1980-х Мілкен і Drexel були осторонь від цих справ, які потребували великих капіталів. Але в якийсь момент, коли система продажу «сміттєвих» облігацій інституційним інвесторам вже була добре налагоджена, чи то в самого Мілкена, чи то в когось із його партнерів (може, Віктора Познера) виникла геніальна за своєю простотою думка: використовувати емісії «сміттєвих» облігацій, щоб зібрати капітал, потрібний для агресивних поглинань.

Так junk bonds почали масово використовувати для отримання капіталу під час захоплення великих компаній. Якщо корпоративні рейдери (ім охоче допомагала маса банкірів, брокерів і юристів — адже всі хотіли мати свою частку прибутку), одержавши потрібні капітали за допомогою емісії «сміттєвих» облігацій, націлювалися на чергову жертву, компанія була готова звернутися до кожного більш-менш дружнього покупця. Акціонери, які погодилися на продаж своїх акцій, отримували за них непогану ціну. А ті, хто відмовлявся продавати цінні папери, опинялися зрештою з акціями ослабленої компанії, ціна яких сильно знизилася.

Drexel ще з 1982 р. почала брати участь у поглинаннях — відділ Мілкена за допомогою junk bonds забезпечував фінансування для операцій з викупу контрольного пакета акцій за рахунок кредитних коштів (leveraged buyout, LBO). Під час таких операцій невелика група інвесторів (зазвичай керівниц-

²⁴¹ Kaufman A. Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism / A. Kaufman, E. Englander // Business History Review. — 1993 — Vol. 67. — P. 78.

тво та вищий менеджмент компанії-поглинача) викупувала контрольний пакет акцій компанії, що поглинається, за допомогою позикового капіталу. Він повертався після продажу активів поглиненої компанії. Поглинання спричиняло швидке зростання курсу акцій компанії, що поглинається (іноді в півтора–два рази). Тому той, хто напередодні поглинання купував великий пакет цих акцій, а після підвищення вчасно продавав, міг добре заробити. Хоча такі операції вважалися протизаконними, тому що були засновані на інсайдерській інформації, у роки захоплення поглинаннями багато хто розбагатів на цьому. Важко було перевірити й довести, про що йшлося в приватних розмовах, і якщо операції з масового придбання акцій велися з анонімного банківського рахунку, на них можна було за короткий час одержати мільйони.

Зазвичай під час LBO використовували власні кошти поглинача (близько 10 % усієї суми LBO), позиковий капітал — банківські кредити (близько 60 %) і капітали від розміщення «сміттєвих» облігацій (близько 30 %). LBO застосовувалося і раніше, але якщо в 1960-х або 1970-х роках поглинання стосувалися невеликих компаній, то хвиля поглинань великих корпорацій почалася саме в 1980-х роках. У 1982 р. Drexel організувала фінансування двох LBO, у 1983 р. — трьох. А потім Леон Блек, який займався LBO, і керівник компанії Фред Джоозеф зрозуміли (мабуть, з підказки Майкла Мілкена), що якщо за допомогою випуску сміттєвих облігацій можна легко одержати позикові капітали для дружнього погодженого поглинання, то їх можна так само легко одержати для недружнього агресивного поглинання.

Схему використання «сміттєвих» облігацій для агресивних поглинань відпрацювали поступово шляхом спроб і помилок²⁴². На початку 1984 р. невелика компанія Mesa Petroleum (її власником був Томас Бун Пікенс-Молодший) спробувала поглинути велику компанію Gulf Oil, хоча без успіху — Gulf об'єдналася з Standard Oil of California. Незабаром компанія Reliance Стейнберга поглинула Disney. Потім почалися інші поглинання. Вони фінансувалися «сміттєвими» облігаціями і принесли сотні мільйонів доларів прибутку і по-

²⁴² Taggart R. Junk Bond Market's Role in Financing Takeover / R. Taggart // *Mergers and Acquisitions* / Ed. A. Auerbach. — Chicago: University of Chicago Press, 1988. — P. 5–24; Gaughan P. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* / P. Gaughan. — N. Y.: John Wiley & Sons, 2002. — P. 338–339.

глиначам, і компанії Drexel разом із Мілкеном. Але поки ще світ великих корпорацій не ставився до всього цього серйозно. Класичним прикладом Мілкенівського поглинання стала історія, коли Coastal Corporation придбала American Natural Resources Company за 2,46 млрд доларів, з яких 1,6 млрд були отримані через банківські кредити, а решта — на ринку junk bonds. Drexel у той час не була лідером поглинань, але завдяки Мілкену й відпрацьованій техніці залучення капіталів за допомогою випуску сміттєвих облігацій, у цій компанії були створені всі умови для того, щоб зайнятися LBO. І вона цим зайнялася.

Коли Вільям Саймон, міністр фінансів США, разом зі своєю інвестиційною групою Wesray поглинув Gibson Greetings, він реструктурував компанію і продав її з великою вигодою, заробивши на цьому 70 млн доларів. Чутки про це швидко поширилися у фінансових колах, після чого всі заговорили про вигідність поглинань. Тільки за один 1984 рік сукупний обсяг LBO усіх компаній зріс учетверо і досяг 18,6 мільярда доларів. А в середині 1980-х років інтерес до поглинань ще більше посилювався — адже на цьому бізнесі можна було швидше за все заробити великі капітали.

У 1987 р. річна вартість злиттів і поглинань досягла 300 млрд доларів. З 1985 по 1990 р. загальна їхня кількість збільшилася втричі. У цій хвилі поглинань лідирували найбільші інвестиційні банки — Morgan Stanley, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomon Brothers, Lazard Freres та інші. Великі компанії за рік проводили до 200 операцій зі злиття й поглинання, і на них прибуток кожного з банків досягав 100 млн доларів на рік із комісійними порядку 1–2%.

Не міг залишитись осторонь від цього Мілкен. До агресивних поглинань його підштовхувала ще та обставина, що в нього в управлінні були десятки мільярдів доларів, які він не знав, куди вкласти. Перспективних молодих компаній, які потребували кредитів, було не настільки багато. При цьому Мілкену потрібно було продовжувати випускати «сміттєві» облігації, щоб задовольняти зростаючий попит на них. Якби він зупинився, то весь механізм одержання прибутку міг би порушитися. І тоді агресивні поглинання недооцінених компаній стали вигідним способом використання величезних вільних капіталів.

Таким чином раптом з'ясувалося, що команда партнерів Мілкена з агресивних поглинань²⁴³ може підступитися до таких гігантів, як Revlon, Phillips Petroleum, Unocal, TWA, Disney, AFC, Crown Zeilerbach, National Can і Union Carbide. У якийсь момент Перельман (а через нього Мілкен) навіть намагався скуповувати великі пакети акцій Salomon Brothers, головно-го конкурента Drexel, і якби не допомога Уоррена Баффета, то хто знає, чим би вся ця історія завершилася. Під загрозою перерозподілу власності опинилася вся американська корпоративна система, і саме це згубило Мілкена. Він налаштував проти себе надто багатьох власників великих корпорацій, і вони вирішили позбутися його за першої ж нагоди.

До кінця 1986 р. бізнес на агресивних поглинаннях за допомогою «сміттєвих» облігацій настільки розцвів, що Мілкен вирішив поширити цю практику на Японію, де в листопаді провів конференцію для інвесторів, що нагадувала каліфорнійські фестивалі, хіба що в менших масштабах. Він вважав, що навіть обережні й консервативні японці на хвилі загального економічного підйому вже були готові до «сміттєвих» облігацій. Для початку він хотів залучити клієнтів, розхвалюючи їм вигоди високоприбуткових облігацій. А коли механізм мобілізації капіталу буде налагоджений, перейти на японському ґрунті до агресивних поглинань. Те, що в Штатах потребувало сім-вісім років, він хотів би організувати в Японії за два роки та вийти на операції з поглинання обсягом 10–20 млрд доларів — набагато більше, ніж до того. У цьому був сенс японського проекту. Можливо, він розвивався б і надалі, якби вся імперія Мілкена не похитнулася.

Віктор Познер

У 1988 році одне з поглинань закінчилося для Мілкена зовсім не так, як він розраховував. Серед його клієнтів і партнерів був Віктор Познер (1918–2002) з Маямі, нащадок емігрантів

²⁴³ Вона складалася з Рональда Перельмана, Буна Пікенса, Карла Айкена, Мервіна Девіса, Ірвіна Якобса, Джеймса Голдсмита, Нельсона Пельтца, Семюела Хеймана, Саула Штейнберга, Ешера Едельмана, Віктора Познера та інших.

з Російської імперії, які виїхали на початку XX століття²⁴⁴. Віктор почав займатися нерухомістю ще в 1930-х роках і розбагатів на цьому. У 1950-х він на деякий час відійшов від справ і жив собі на втіху в Маямі-Біч. У 1966 р. Познера зацікавили поглинання, і він став скуповувати контрольні пакети акцій порівняно невеликих виробничих компаній. У 1969 році, використовуючи невелику NVF Company з обсягом продажів 30 млн доларів, Віктор вирішив поглинути Sharon Steel із продажами 220 млн. Тоді ринку «сміттєвих» облигацій ще не було, і Познер використовував так звані китайські папери, купивши за ці облигації більшість акцій Sharon Steel. Загалом у 1969 р. він поглинув 8 компаній і отримав 10 млн доларів прибутку, а в 1975 р. — уже 22 млн. Купуючи контрольні пакети акцій, Віктор продавав усі активи компаній, після чого ліквідовував їх, не цікавлячись подальшою долею співробітників і міноритарних акціонерів.

Познер був одіозним персонажем — його весь час супроводжували декілька охоронців з пістолетами й численні юні коханки, хоча йому вже було близько сімдесяти. Віктор був відомий агресивним стилем ведення справ, і після контактів із ним операції Drexel із недружніх поглинань стали ще більш ризикованими.

А в 1988 р. Познер вирішив поглинути будівельну компанію Fischbach і купити більшість її акцій. Мілкен організував швидке розміщення junk bonds Познера, забезпечивши його необхідним капіталом. Однак за законом контрольний пакет акцій не могла придбати одна людина, хтось ще мав купити не менше 10 % акцій. Мілкен доручив купити ці акції одному зі своїх партнерів, Айвену Боескі. Зненацька стався розголос цієї історії, почався скандал і Айвена заарештували.

Айвен Боескі

Айвен не любив говорити про своє походження, хоча його історія була цікавою. Сам Айвен (насправді Іван) народив-

²⁴⁴ Серед корпоративних загарбників 1980-х років не тільки Познер був нащадком євреїв, що емігрували з Російської імперії, але й Айвен Боескі, а також не менше знаменитий своїми агресивними поглинаннями Генрі Кравіс. Його дід, рятуючись від служби в царській армії, виїхав в Америку в 1890 році.

ся 3 червня 1937 р. в Америці, а батько Вільям — у 1900 р. в українському місті Катеринославі. У 1912 р. батько з родичами емігрував у США і згодом відкрив в індустріальному Детройті декілька ресторанів зі стриптиз-барами, тоді ще не дуже поширеними в Америці. Айвен ці подробиці не афішував і говорив, що його батько нібито був власником мережі гастрономічних магазинів. Бізнес йшов не дуже добре, і в 1960-х роках, коли центр Детройту став занепадати через масове переселення середнього класу в передмістя, ресторани довелося закрити.

До університету Айвену вступити не вдалося, і на початку 1960-х він опинився в Ірані разом з якимось своїм другом-іранцем. Що він там робив, невідомо, однак почали ширитися чутки, що він став агентом ЦРУ. Хай там як, після поїздки до Ірану Боескі одразу вступив у престижну юридичну школу в Детройті. Двічі його намагалися вигнати за неуспішність, але щось перешкодило це зробити, і в 1964 р. він отримав диплом.

У фінансових колах Айвен з'явився на початку 1970-х років. З повною відсутністю якоїсь репутації йому вдалося ввійти у світ Уолл-стріт завдяки грошам своєї дружини Сіми Сильберштейн, з якої він познайомився ще в Детройті. Її батько, Бен Сильберштейн, був відомим у Детройті девелопером, який володів найбільшим у місті офісним будинком, а також тим самим готелем Beverly Hills у Лос-Анджелесі, у якому Майкл Мілкен потім став проводити свої фестивалі.

Айвен хотів би займатися арбітражним бізнесом, але всі спроби влаштуватися на роботу в арбітражні компанії не були успішними. Коли його вкотре звільнили за ризиковані операції на позикові кошти і за те, що він довів до банкрутства брокерську компанію Edwards & Hanly, Боескі вирішив заснувати власну фірму Ivan F. Boesky Co, а батьки дружини дали 700 тис. доларів на новий бізнес зятя. Айвен проводив ризиковані операції з використанням позикового капіталу, не раз зазнавав великих збитків, але зрештою через п'ять років після відкриття своєї фірми його капітал оцінювався в 100 млн доларів.

До середини 1980-х років Айвен став популярним — його вважали непоганим управляючим. Незабаром він став найбільшим арбітражером і почав займатися модними в ті роки поглинаннями. Айвен знаходив недооцінені компанії, щоб по-

тім викупувувати їхній контрольний пакет акцій. У цьому бізнесі він познайомився з Деннісом Лівайном з Drexel Burnham Lambert, і так почалися спільні справи Боескі з цією компанією.

У 1986 році Айвен заснував інвестиційний фонд Hudson Fund, а компанія Drexel погодилася зібрати для фінансування фонду 600 млн доларів за рахунок випуску облігацій. Сукупний капітал його фірми досяг 1 млрд доларів, і він міг би на законних підставах залучати позикові кошти 3 млрд доларів. За розміщення облігацій Боескі мав сплатити винагороду Drexel у розмірі 24 млн доларів. Ця історія разом з іншими подібними випадками стала предметом судового розслідування діяльності Боескі після того, як він був заарештований у листопаді 1986 р. за обвинуваченням у протизаконних операціях.

У травні 1986 р. майже випадково, на підставі анонімного листа з Венесуели, заарештували Денніса Лівайна, який збирав інсайдерську інформацію для Боескі в операціях з ворожих поглинань. Спершу Лівайн тримався і казав друзям, що він все заперечуватиме, інакше «росіянин пустить йому кулю в голову». Але коли справа дійшла до арешту, Лівайн здав усіх, кого знав, зокрема Боескі — у діловому щоденнику Лівайна ім'я «росіянина» було майже на кожній сторінці. Коли Боескі довідався про це, то зрозумів, що йому буде непросто врятувати себе. І тоді він вирішив добровільно здатися владі, ставши офіційним інформатором Міністерства юстиції 17 вересня 1986 року. Але тюремного ув'язнення уникнути однаково не вдалося. Айвена засудили до трьох з половиною років ув'язнення і штрафу 100 млн доларів, але він відсидів лише половину і вийшов на волю, що спричинило черговий скандал. Розслідування в справі Боескі й переговори його адвокатів із владою тривали декілька місяців і ретельно приховувалися, щоб не створювати паніку на біржах. Коли про це було оголошено офіційно, преса стала обвинувачувати Комісію з цінних паперів і бірж у тому, що вона, приховуючи розслідування справи Боескі, надала тому можливість розпродати свій портфель цінних паперів на 400 млн доларів і стала співучасником найбільшої операції Айвена. Насправді ж, щоб сплатити обіцяний штраф 100 млн доларів, Боескі неминуче довелося б продавати свої цінні папери — такої суми в нього просто не було.

Але головне, що Айвен Боескі 14 листопада 1986 р. дав свідчення проти Мілкена, до якого сходилися всі нитки операцій з агресивних поглинань, які сколихнули в 1980-х роках корпоративну Америку. Нарешті був знайдений привід прибрати «короля сміттєвих облігацій», і той був заарештований за обвинуваченням у шахрайстві.

Суд над Майклом Мілкеном

Після арешту Мілкена весь фінансовий істеблішмент виступив проти нього. На інвестиції у високоприбуткові «сміттєві» облігації були накладені обмеження через численні скарги до Конгресу. Спершу прокурор пропонував Мілкену визнати свою провину за двома епізодами шахрайства і сплатити великий штраф. Але Мілкен відмовився, очевидно вважаючи себе правим, і це остаточно його згубило. Через тиждень його обвинуватили в більш ніж 100 випадках рекету й корупції. На суді Мілкен стверджував, що така практика поглинань «не була в основі нашого бізнесу», але суддів це не переконало²⁴⁵.

У листопаді 1990 року він був засуджений на 10 років ув'язнення разом зі сплатою декількох великих штрафів на загальну суму більше мільярда доларів. Крім того, Мілкену довічно було заборонено займатися будь-якою діяльністю, пов'язаною із цінними паперами. За словами судді, «якщо людина, яка має такий вплив у фінансовому світі та очолює важливий відділ одного з найбільших інвестиційних банків, знову й знову порушувала закони з метою збагачення... і посилення свого впливу, здійснювала фінансові злочини, які особливо важко виявити, — для такої людини потрібен тривалий термін тюремного ув'язнення», щоб вирок став попередженням «для всього фінансового співтовариства»²⁴⁶. Одним словом, знайте міру, не захоплюйтеся й дотримуйтеся правил, інакше буде, як із Мілкеном.

У в'язниці Мілкен провів майже два роки, потім у нього виявили рак і випустили. Але Майкл залишився живий і на-

²⁴⁵ Michael Milken's Guilt // The New York Times. — 1990. — Apr. 26.

²⁴⁶ Eichenwald K. The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes / K. Eichenwald // The New York Times. — 1990. — Nov. 22.

писав книгу про користь вегетаріанської дієти для хворих раком. А наприкінці 1990-х він заснував компанію Knowledge Universe, пов'язану з освітою і фінансуванням медичних досліджень раку.

Діяльності Майкла Мілкена важко дати однозначну оцінку. Те, що вона не завжди була законною, заперечувати не можна, але це тільки одна сторона історії. Він справді виявився фінансовим генієм, який зумів перетворити нікому не потрібні «сміттєві» облігації на популярні в 1980-х роках високоприбуткові інструменти, що надали можливість одержати фінансування сотням нових компаній (зокрема таким як Duracell, MCI Communications та іншим).

Подібно до того, як банк Salomon Brothers у 1980-х повернув загальну увагу до іпотечних заставних (зібравши їх у пули та випустивши новий фінансовий інструмент — іпотечні облігації), Drexel створила новий ринок високоприбуткових junk bonds, які приваблювали в ті роки інвесторів не менше, якщо не більше, ніж іпотечні папери. Потім Drexel стала домінувати не тільки на ринку junk bonds, але й на ринку агресивних поглинань, досягла свого максимального підйому та виявилася компанією, яка зростала найшвидше. І все це тільки завдяки Майклу Мілкену.

За словами Мілкена, фінансування будь-якої компанії — це мистецтво. «Одна з головних проблем — як правильно фінансувати компанію. У певні періоди потрібно більше контролю. Потрібно забезпечити їй збалансовану позицію, щоб вона могла розвиватися і разом із тим обслуговувати свій борг. В одному випадку компанії краще випустити конвертовані облігації, в іншому — привілейовані акції. Кожна компанія та, відповідно, кожна схема фінансування відрізняється від іншої. Сліпе копіювання тут неприпустиме»²⁴⁷.

Після арешту Мілкена обвалився весь ринок junk bonds²⁴⁸, а за ним — і ощадно-позикові асоціації. Незабаром припинила своє існування й компанія Drexel. Фінансові труднощі в неї почалися ще під час кризи 1987 року, а з 1990 року виникли серйозніші проблеми. На її балансі була велика кількість не-

²⁴⁷ Брук К. Бал хищников / К. Брук. — С. 143. — <https://www.vk.com>

²⁴⁸ Втім, у другій половині 1990-х років він відродився, і до кінця десятиліття капіталізація цього ринку досягла 140 млрд доларів (Duka J. Democratization of America's Capital Market / J. Duka // Federal Reserve Bank of Dallas / Economic and Financial Review. — 2001. — Second Quarter. — P. 10–19).

проданих облігацій, і декілька сотень мільйонів доларів було сплачено у вигляді штрафів.

У Drexel почався загальний дефіцит фінансових коштів, до того ж проти неї були налаштовані ФРС і Комісія з цінних паперів і бірж. На фінансову допомогу розраховувати не доводилося, і в лютому 1990 р., ще до суду над Майклом Мілкеном, компанія оголосила про банкрутство. Через декілька місяців вона припинила існування, а її брокерське відділення було куплено компанією Smith Barney.

«Наприкінці 1980-х і початку 1990-х ринок облігацій спекулятивної категорії то піднімався до небес, то падав. З величезних висот рекордного обсягу нових випусків у 1989 році ринок впав практично до нуля в 1990 році», коли провідний андеррайтер, компанія Drexel, оголосила про банкрутство. «Багато великих гравців, разом із деякими інституційними інвесторами, зазнали судових переслідувань... що призвело до тюремного ув'язнення та стягнення гігантських штрафів». Цей ринок упав «через банкрутства, вимушені продажі... і страх з боку величезного числа учасників ринку». Після цього компанії, які вклали великі суми у спекулятивні облігації, зробили поворот на 180 градусів і згорнули свою діяльність... І все ж таки, попри відчуття, що кінець світу близький, ринок лише за два роки відновився²⁴⁹».

Ринок «сміттєвих» облігацій зріс із 6,6 млрд доларів у 1970 р., коли про нього ще мало хто знав, до 14,9 млрд у 1980 р., 181 млрд наприкінці 1990 р. і 235 млрд у 1994 році²⁵⁰. Втім, нові випуски цих облігацій до 1999 року практично припинилися, після чого ринок став скорочуватися.

²⁴⁹ Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фабоцци. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 229.

²⁵⁰ У 1990-х роках однією із провідних компаній, що займалися «сміттєвими» облігаціями, став інвестиційний банк Donaldson, Lufkin & Jenrette (DLJ), заснований у 1959 році. У 1997 р. він вийшов на перше місце за обсягом операцій із цими високоприбутковими інструментами. «У той час DLJ була найкрутішою фірмою на Уолл-стріт; у ній працювало набагато менше банкірів, ніж у Goldman Sachs, Morgan Stanley або First Boston, але зарплати, бонуси та інші були набагато вище» — згадували її співробітники Джон Рольф і Пітер Трууб. «Це була гламурна фірма, наповнена молодими й агресивними банкірами, багато з яких раніше працювали в Drexel Burnham Lambert. Вони визначали стиль Уолл-стріт у 1980-х роках і ще не втратили дух авантюризму... і «сміттєві» облігації... були їхньою головною фішкою. DLJ якраз і займався високоприбутковими облігаціями, тому їхні продажі швидко зростали» (Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-Стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 25).

Мілкен через 25 років

«Майкл Мілкен повернувся на Уолл-стріт» — повідомляла 9 грудня 2015 р. The New York Times. «Через 25 років він знову з'явився в Нью-Йорку на щорічному прийомі в нью-йоркському готелі Hilton», на якому зазвичай присутні «титани Уолл-стріт». Мілкен став відомим у Каліфорнії філантропом і засновником Milken Institute, фінансуючи наукові дослідження (зокрема нових методів лікування рака). Деніел Оч, виконавчий директор хедж-фонду Och-Ziff Capital, виголосив коротку промову, присвячену Мілкену, назвавши його «людиною, що змінила медицину»²⁵¹.

Інститут Міллена — некомерційна організація, мета якої — підвищення загального добробуту «за допомогою просунутих рішень, які розширюють доступ до капіталу, створюють нові робочі місця та поліпшують здоров'я. Ми робимо це за допомогою незалежних досліджень... і політичних ініціатив». Девіз інституту — «Changing the World in Innovative Ways» («Змінюємо світ інноваційними способами»). А «формула багатства» за Мілкеном така: багатство складається з фінансових технологій, помножених на суму людського капіталу, соціального капіталу й реальних активів²⁵².

У тому самому готелі Beverly Hilton, де Мілкен проводив знамениті «бали хижаків», він зараз організовує щорічні конференції свого інституту (Milken Institute Global Conference). Вони збирають багатьох людей зі світу фінансової еліти, і там обговорюються не тільки проблеми медичних досліджень. У 2015 році серед тем доповідей було уповільнення економічного зростання в Китаї, коливання цін на ринку акцій, і проблеми інформаційної безпеки компаній²⁵³.

Як часто буває з плином часу, негатив забувається, і сьогодні історія Майкла Міллена цікавить людей. Едвін Кантор, у минулому один із топменеджерів Drexel Burnham Lambert, через п'ять років після банкрутства компанії казав в інтерв'ю «Нью-Йорк Таймс», що «люди намагаються не згадувати

²⁵¹ Stevenson A. Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner / A. Stevenson // The New York Times. — 2015. — 8 Dec.

²⁵² The Milken Institute. — <http://www.milkeninstitute.org>

²⁵³ Goldfarb J. The M&A Predators at Michael Milken's Ball / J. Goldfarb // The New York Times. — 2015. — 29 Apr.

Drexel у своїх резюме», аби не дискредитувати себе²⁵⁴. Але сьогодні, коли минуло вже багато часу після банкрутства, а емоції заспокоїлися, колишні співробітники з гордістю розповідають про свою роботу в Drexel і навпаки підкреслюють це у своїх резюме. «Коли під час ділових поїздок і зустрічей я згадую про свою роботу в Drexel, мене одразу починають з інтересом розпитувати про подробиці», — сказав Кантор у 2015 р.²⁵⁵.

Криза ощадно-позикових асоціацій

Незабаром після обрання Дж. Буша президентом США розпочалася криза ощадно-позикових асоціацій (Savings and Loans Associations, S&L), і це спричинило незаплановані значні витрати бюджетних коштів. Ці асоціації почали створювати після Другої світової війни для фінансування забудови приміських околиць і видачі іпотечних кредитів. По суті, S&L виконували роль ощадних банків, тому їх іноді так і називають. Ці асоціації, а також Ліга ощадних інститутів США (United States League of Saving Institutions), яка лобювала їхні інтереси, стали впливовою політичною силою. «Коли справа в конгресі доходила до ощадних установ, фактичною владою ставала Ліга ощадних інститутів США та багато її філій»²⁵⁶.

Клієнти цих асоціацій розміщували свої капітали на ощадних рахунках під невеликий відсоток — 3 % річних, але ці рахунки були застраховані державою і вважалися дуже надійними. Потім асоціації, нагромадивши капітал, видавали іпотечні кредити під 6 % річних терміном на 30 років. Таким

²⁵⁴ Zuckerman L. Nostalgia Rules at Drexel Reunion / L. Zuckerman // The New York Times. — 1995. — 15 Feb.

²⁵⁵ Alden W. Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé / W. Alden // The New York Times. — 2015. — 13 Feb.

²⁵⁶ Morgenson G. Citigroup Hires Mr. Inside / G. Morgenson, A. Martin // The New York Times. — 2009. — 10 Oct.

чином вони без особливих зусиль отримували свій гарантований прибуток, і мережа Savings and Loans Associations усе більше розросталася. У 1987 р. їх було 3600, а загальна вартість активів досягла 1,5 трлн доларів.

Ощадно-позикові асоціації вже не раз переживали кризи різних масштабів, особливо в інфляційне десятиліття 1970-х років, коли сотні їх були закриті внаслідок помилок у плануванні та явного шахрайства. У 1980 р. діяльність Savings and Loans Associations активізувалася після видання закону «Про дерегулювання депозитних установ і грошово-кредитний контроль»²⁵⁷ і закону Гарна — Сен-Жермена²⁵⁸, після чого регулювання асоціацій було значно спрощене та лібералізоване.

Закон Гарна — Сен-Жермена, який Рональд Рейган вважав першим кроком у комплексній програмі фінансової дерегуляції, усунув багато обмежень у сфері заощаджень і кредитування, надавши можливість депозитним установам розширити сферу своєї діяльності й зайнятися інвестиціями в корпоративні папери, зокрема у «сміттєві» облігації. За новими правилами банки та ощадно-позикові асоціації могли конкурувати між собою за залучення клієнтів, призначаючи вищі процентні ставки. Асоціаціям, як і банкам, тепер потрібно було самостійно шукати джерела доходу, після чого S&L, крім іпотечних кредитів, стали займатися ризикованими інвестиціями.

Так ощадно-позикові асоціації почали проводити ризиковану кредитну політику, оскільки держава продовжувала гарантувати їхні депозити, тобто брала ризики на себе. Це ще більше додавало сміливості Savings and Loans Associations, бо вкладники і кредитори були впевнені, що в будь-якому разі розплачуватиметься держава. На початку 1980-х асоціації видали велику кількість іпотечних позик під фіксований відсоток. Потім почала зростати інфляція, а разом із нею процентні ставки. Це означало, що вартість залучення капіталів стала більше, ніж доходи від виданих позик. Витрати перевищували доходи, і до 1989 року більшість ощадно-позикових асоціацій стали неплатоспроможними. Якби вкладники захо-

²⁵⁷ Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act. — <https://www.bostonfed.org>

²⁵⁸ Garn — St. Germain Depository Institutions Act. — <https://www.fdic.gov>

тіли забрати свої депозити, асоціації не змогли б із ними розрахуватися. Загальні втрати оцінювали у 140 млрд доларів.

У разі об'єктивної бухгалтерської оцінки більшість ощадно-позикових асоціацій виявилися б повними банкрутами, але визнавати це ніхто не хотів, тому що в такому разі державі довелося б їх рятувати. Тому були розроблені хитрі бухгалтерські методи, які дозволяли асоціаціям існувати й надалі. Однак реальна їхня вартість наближалася до нульової, і придбати їх можна було дуже дешево. Це стало підставою для численних зловживань, оскільки через асоціації незалежно від їхньої реальної вартості можна було купувати й продавати ризиковані високоприбуткові папери — великі пакети junk bonds або іпотечних паперів.

Особливо широко використовував ощадно-позикові асоціації Майкл Мілкен, продаючи їм великі пакети «сміттевих» облігацій і швидко отримуючи капітал, потрібний йому для недружніх поглинань. До початку буму поглинань у 1980-х роках вважалося, що недружні поглинання не вигідні. Коли починався процес поглинання, недооцінені папери компанії, яку поглинали, зростали в ціні, тому на момент придбання контрольного пакета акцій на них важко було отримати помітний прибуток. Мілкен за допомогою ощадно-позикових асоціацій знайшов спосіб обійти цю перешкоду, дуже швидко збираючи необхідний капітал і стрімко проводячи поглинання. Для заохочення власники ощадно-позикових асоціацій одержували від Мілкена опціони або варанти на право купувати за зазначеною ціною акції фірми, яку поглинали.

Багато в чому криза ощадно-позикових асоціацій стала наслідком краху ринку junk bonds, коли оголосили дефолт за «сміттевими» облігаціями на суму 40 млрд доларів. Портфелі асоціацій були переповнені junk bonds, продати які вже було майже неможливо. Ринок цих облігацій і до того був фрагментованим і важко прогнозованим, а після подій 1987 року становище виявилось ще гірше — ціни на «сміттеві» облігації стали нестабільними. А за новими правилами бухгалтерської звітності ощадно-позикові асоціації мали враховувати свої junk bonds за ринковою ціною, яка виявилася набагато нижчою за номінал.

Тому більшість «сміттевих» облігацій залишалися в портфелях ощадно-позикових асоціацій. А після кризи 1987 року вони стали справжнім баластом — а цих облігацій випустили

на 200 млрд доларів. Спершу у всьому обвинувачували самі ці інструменти з підвищеним ризиком. Але потім з'ясувалося, що керівники ощадно-позикових асоціацій часто витрачали капітали вкладників на розкішні офіси, дорогі машини тощо.

Одна з найвідоміших історій шахрайства серед керівників ощадно-позикових асоціацій була пов'язана з іменем Чарльза Кітінга, який заснував Lincoln Savings & Loan. Його співробітники продавали «сміттєві» облігації довірливим індивідуальним інвесторам, переконуючи їх у тому, що ці папери такі ж надійні, як державні облігації та депозити. Недосвідчених вкладників умовляли знімати свої гроші із застрахованих ощадних рахунків, щоб інвестувати їх у сумнівні підприємства, які перебували під контролем Кітінга. Після краху Lincoln Savings & Loan одні тільки збитки за облігаціями становили 250 млн доларів, а загальна вартість усіх збитків досягла 3,4 млрд доларів. Коли почалося розслідування, виявилися факти участі не тільки Кітінга, але й інших керівників асоціацій у фінансуванні виборчих кампаній сенаторів (зокрема відомого тоді політика Джона Маккейна), що спричинило в 1990 р. політичний скандал у Вашингтоні.

Наслідком всіх цих проблем ощадно-позикових асоціацій стало те, що з 1985 по 1992 р. близько 2000 з них збанкрутувало. За один тільки 1989 рік, найбагатший на банкрутства асоціацій, припинило існування 534 S&L (хоча в 1970-х роках за десять років збанкрутувало тільки 79 асоціацій). У шахрайстві були звинувачені більше тисячі осіб, а загальні витрати держави, пов'язані із кризою ощадно-позикових асоціацій, досягли 54 млрд доларів.

Криза ощадно-позикових асоціацій могла створити проблеми для всієї фінансової системи, не кажучи вже про падіння цін на нерухомість (з кінця 1989 р. до початку 1993 р. — на 13%), а за цим і спад у будівельній галузі. У середині 1989 р. Конгрес затвердив закон про реформу фінансових інститутів (Financial Institutions Reconstruction, Recovery and Enforcement Act). Після видання закону була створена Трастова корпорація з подолання кризи (Resolution Trust Corporation). Головою спостережної ради корпорації став міністр фінансів Брейді, до складу ради входили міністр житлового будівництва Джек Кемп, відомий девелопер Роберт Ларсон і колишній управляючий ФРС Філіп Джексон.

Почалося закачування капіталів в ощадно-позикові асоціації. Корпорація брала позики в банках під забезпечення облігацій Казначейства США й викупувала в ощадно-позикових асоціацій проблемні папери, обмінюючи їх на власні облігації. Вони мали добрий попит за рахунок того, що були забезпечені казначейськими облігаціями. Однак у самої корпорації стала швидко нагромаджуватися величезна кількість неліквідної нерухомості — недобудовані житлові та офісні споруди, торговельні центри тощо. Щоб розв'язати цю проблему, почали продавати з аукціону неліквідну нерухомість лотами вартістю по 1 млрд доларів. Потенційними покупцями були різні спекулятивні фонди й фірми, які займалися низьколіквідною нерухомістю. Після аукціонних торгів перший лот продали за збитковою для корпорації ціною 500 млн доларів. Але, як часто буває, сам факт придбання привернув увагу інших інвесторів, ціни на інші лоти одразу підскочили, й через кілька місяців усі активи корпорації, які здавалися безнадійним баластом, успішно продали.

Корпорацію розпустили в 1995 р., оскільки вона виконала своє завдання. На той час було ліквідовано 744 ощадно-позикові асоціації — понад 25 %. Спершу на допомогу ощадно-позиковим асоціаціям хотіли витратити 50 млрд доларів, однак через пів року було витрачено 300 млрд, і це ще був не кінець. Але після продажу неліквідних активів підсумкові витрати на допомогу ощадно-позиковим асоціаціям зменшилися до 87 млрд доларів. Зрештою, криза закінчилася, і багато клієнтів пішли від ощадно-позикових асоціацій. А ті асоціації, які пережили кризу, почали перетворюватися на комерційні банки.

Однак і для комерційних банків на початку 1990-х наставали нелегкі часи. Сотні дрібних банків збанкрутували, труднощі відчували навіть найбільші Citibank і Chase Manhattan. Основною проблемою стала популярність у середині 1980-х спекулятивних кредитів, виданих банкам деяких латиноамериканських країн, які взагалі не збиралися віддавати борги. Щоб якось компенсувати збитки, комерційні банки почали займатися ще більш ризикованим кредитуванням сфери нерухомості. Після кризи 1987 р., яка мала вплив і на цей ринок, стало важче оцінити реальну вартість об'єктів нерухомості, які були забезпеченням за іпотечними кредитами. Під час такої загальної непевності комерційні банки стали відмовляти своїм клієнтам

у видачі кредитів, і для багатьох дрібних і середніх промислових і торговельних компаній отримання банківського кредиту знезапечно перетворилося на велику проблему.

Ринок іпотечних цінних паперів

Іпотечні заставні (home mortgage)

Ідея надати мільйонам громадян США можливість мати власний будинок виникла ще в 1930-х роках, за часів Франкліна Рузвельта. Тоді стала поширюватися і практика використання іпотечних кредитів. Перша асоціація іпотечного кредитування — Federal National Mortgage Association (її зазвичай називають в Америці Fannie Mae) — була заснована за рішенням Конгресу в 1938 р., але популярності вона набула з 1948 року, коли стала учасником програми допомоги ветеранам війни у придбанні житла на пільгових умовах. У 1968 році з'явилася програма, що обіцяла за десять років побудувати житло для 26 млн родин. Цієї амбітної мети, за словами президента Джонсона, було важко досягти «без правильного поєднання фіскальної та монетарної політики»²⁵⁹. Завдяки державним гарантіям цей ринок став швидко зростати. У 1968 р. Fannie Mae розділилася на державну національну асоціацію іпотечного кредитування (Government National Mortgage Association, Ginnie Mae) і приватну компанію Fannie Mae²⁶⁰.

Крім Fannie Mae і Ginnie Mae, у 1970-х роках іпотечні кредити часто видавалися ощадно-позиковими асоціаціями, які мали пільги з боку держави (насамперед податкові), що зменшували загальну вартість такої позики. Іпотечний бізнес цих асоціацій був дуже простий, але приносив чималі дохо-

²⁵⁹ Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. — N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. — P. 331.

²⁶⁰ У 1970 р. з'явився ще один учасник цього ринку — Федеральна корпорація житлового іпотечного кредиту (Federal Home Loan Mortgage Corporation, Freddie Mac).

ди. За підтримки держави вони брали великі кредити під 3 %, щоб потім видавати індивідуальним клієнтам іпотечні кредити під 6 % річних. Сама ідея надати можливість громадянам США придбати власний будинок була настільки важливою для суспільства, що всебічна підтримка ощадно-позиковим асоціаціям була забезпечена. Сума виданих ними іпотечних кредитів зросла з 55 млрд доларів у 1950 р. до 700 млрд у 1976 р. і 1,2 трлн у 1980 р.

У 1970-х роках, час нестабільного ринку акцій, інвестори почали вкладати капітали в нерухомість, справедливо вважаючи, що цей надійний ринок їх не підведе²⁶¹. До того ж власний будинок із зеленою галявиною перед ним був важливою частиною американської мрії разом із добре оплачуваною роботою, родиною й машиною. Наявність житлової нерухомості стала основою «демократії домовласників», дуже важливої для англо-американського світу, де понад 69 % громадян мають власний будинок²⁶².

Під час буму житлового будівництва ринок іпотечних заставних (home mortgage)²⁶³ до кінця 1970-х був стабільним і постійно розширювався, попри підвищення процентних ставок. У середині 1980 року ринок іпотечних заставних зростав швидше за всі інші, даючи найвищі прибутки — його обсяг незабаром почав перевершувати обсяг ринку акцій, і він став найбільшим за обсягом. Однак суперечки між Конгресом і лобістами, які захищали інтереси ощадно-позикових асоціацій, призвели до їхнього дерегулювання під час правління адміністрації Рейгана, що стало причиною хвилі шахрайств і сумнівних позик. Пізніше Конгрес визнав свою помилку й дозволив оздоровлення цих установ, на що довелося витратити 500 млрд доларів.

²⁶¹ З 1975 по 2006 р. ціни на будинки зросли в 10–15 разів, і той, хто вклав свої заощадження в нерухомість у 1970-х роках, зробив правильний вибір.

²⁶² У 1920-х роках у США у власних будинках жило близько 40 % населення. Загальний обсяг боргів за іпотечними позиками з 1959 по 2006 р. зріс у 75 разів, з 38 % до 99 % ВВП (Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. — М.: Астрель, 2010. — С. 254).

²⁶³ Заставна (home mortgage) — іменний цінний папір, виданий банком або іншою фінансовою організацією під час надання іпотечного кредиту на придбання житлової нерухомості. Крім поетапного повернення основного боргу, власник купленої в кредит нерухомості сплачував за заставною відсоток (фіксований або плаваючий). При цьому сама придбана нерухомість ставала заставою для одержання кредиту.

Mortgage backed securities

Основна проблема іпотечних заставних була в тому, що іменні цінні папери самі по собі були непридатні для біржової гри й спекуляцій. Вихід запропонував у 1968 р. Вільям Мартін, на той час голова ФРС. Він хотів надати можливість Федеральній національній іпотечній асоціації (Fannie Mae) поєднувати заставні в пули — іншими словами, у пакети. Тоді можна було б випускати облігації, забезпечені цими пакетами, і проводити з ними всі операції, звичайні на облігаційному ринку. Заставні Fannie Mae не мали державних гарантій, тому їх поділили на чотири групи (A, B, C, D) за рівнем надійності. У 1968 році таку практику почала використовувати також і Державна національна іпотечна асоціація (GNMA, Ginnie Mae). Вона гарантувала погашення іпотечних заставних, що підвищувало їхню кредитоспроможність до рівня державних облігацій.

Іпотечні облігації, які випускалися на основі об'єднаних у пули заставних, мали назву mortgage backed securities (MBS) — цінних паперів, забезпечених іпотечними кредитами. Випуск іпотечних облігацій Fannie Mae зріс із 6,5 млрд доларів у 1968 р. до більше 14 млрд у 1970 р. Але ще швидше збільшувалася маса облігацій Ginnie Mae, розрахованих на небагатих клієнтів типу колишніх військових. У 1970 р. ця асоціація випустила свої іпотечні облігації на 475 млн доларів, а до 1979 р. цих паперів було випущено вже на 90 млрд доларів²⁶⁴. Поява MBS мала значно більший вплив на облігаційний ринок²⁶⁵, ніж junk bonds Майкла Мілкена. Адже саме

²⁶⁴ Geisst C. Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century / C. Geisst. — N. Y.: Praeger, 1990. — P. 92. До середини 1990-х років MBS перетворилися в США на один із найбільших сегментів ринку інструментів з фіксованою прибутковістю, поступаючись тільки державним облігаціям. При загальному обсязі цього ринку 5,1 трлн доларів, державні цінні папери становили 40 %, MBS — 32 %, ABS — 2 %, корпоративні облігації — 15 %, інші інструменти — 11 %. У 1996 році 50–60 % усіх іпотечних кредитів у США були в сек'юритизованій формі (Бэр Х. Сек'юритизация активов / Х. Бэр. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 411).

²⁶⁵ У 1985 р. MBS випустили на 372 млрд доларів, державних облігацій казначейства — на 1438 млрд. Уже в 2000 р. обсяг випуску MBS (3565 млрд) перевищив обсяг облігацій казначейства (2952 млрд), а в 2009 р. становив 9788 млрд доларів (облігацій казначейства — 7605 млрд) (Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. — М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. — С. 33).

маніпуляції з MBS стали причиною обвалу ринку в 2007–2009 рр., а не «сміттеві облігації».

Сек'юритизація активів

У США однією з найважливіших причин швидкого розвитку сек'юритизації активів (переважно іпотечних) стала заявлена на урядовому рівні мета створення сприятливих умов для розвитку житлового ринку. Були встановлені чіткі стандарти, які забезпечили однорідність іпотечних активів і легку можливість об'єднання їх у пули. Операції з сек'юритизації іпотечних активів почалися в 1971 році, однак кількість інвесторів, що купували перші MBS, виявилася невеликою — папери із щомісячними виплатами й погашенням через 30 років зацікавили небагатох²⁶⁶. І хоча про ці операції мало хто знав за межами Fannie Mae і Ginnie Mae, було створено прецедент трансформації неліквідних активів у високоліквідні цінні папери, які могли торгуватися на ринку²⁶⁷.

Інтерес до сек'юритизації почав зростати в 1980-х роках, коли загальним гаслом фінансових ринків стало заміщення традиційного банківського кредитування фінансуванням за допомогою випуску цінних паперів. Банки почали втрачати значення головного фінансового посередника, усі заговорили про «дезінтермедіацію» (desintermediation), а євробонди та інші папери заміняли синдіковані кредити. Тоді стала поширюватися і сек'юритизація активів²⁶⁸ — інноваційний

²⁶⁶ Активність ринку сек'юритизованих інструментів зросла після появи CDO в 1983 році, коли грошові потоки були розподілені між різними траншами цінних паперів, з яких кожна група інвесторів могла вибрати найзручніші для себе.

²⁶⁷ Мабуть, першим назвав це сек'юритизацією активів (asset securitization) Льюїс Паньєрі з Salomon Brothers у своєму інтерв'ю 1977 року, яке він дав Енн Монро, кореспондентці Wall Street Journal (Kendall A. A Primer on Securitization / L. Kendall, M. Fishman. — Cambridge (MA): MIT Press, 2000. — P. 31).

²⁶⁸ У США в 1970 році у фінансуванні компаній 58 % становили банківські кредити та 42 % — сек'юритизовані активи, на основі яких випускалися облігації. У 2009 р. частка банківських кредитів скоротилася до 36 %, а сек'юритизованих активів зросла до 64 %. У Франції частка банківських кредитів з 1981 по 2009 р. скоротилася з 55 до 20 %, сек'юритизованих активів зросла з 45 до 80 %. В Англії тільки з 1980 по 1990 р. частка сек'юритизованих активів зросла з 56 до 73 % (Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. — М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. — С. 20).

механізм фінансування, здатний перетворювати на цінні папери різноманітні боргові зобов'язання. Найчастіше це були іпотечні кредити²⁶⁹.

З 1980 по 1986 р. загальносвітовий обсяг кредитів знизився з 80 до 52 млрд доларів, а обсяг світового ринку цінних паперів зріс із 39 до 239 млрд доларів. Загальна сума емісій швидко перевищила суму виданих кредитів. Зростання на 600 % за шість років було безпрецедентним і відображало поширення сек'юритизації активів²⁷⁰. Сек'юритизація вплинула на країни із різними моделями фінансових ринків. У країнах з англо-американською моделлю, орієнтованою на фінансування через ринок цінних паперів, вона почалася в 1970-х роках. А в країнах континентальної Європи, де переважала банківська модель фінансування, сек'юритизація активів стала поширюватися не раніше 1980-х років.

У США першими стали використовувати сек'юритизацію Федеральна національна іпотечна асоціація (FNMA, Fannie Mae) і Державна національна іпотечна асоціація (GNMA, Ginnie Mae). FNMA викупувала в інших фінансових організацій гарантовані іпотечні кредити, підвищуючи таким чином загальну їхню ліквідність, а потім продавала їх, коли на ринку з'являлися вільні капітали. Придбання кредитів фінансувалося за допомогою випуску звичайних боргових паперів, чим забезпечувалася стандартизація ринку іпотечних кредитів. Потім FNMA почала брати участь у сек'юритизації іпотечних активів, що проводилася різними фінансовими компаніями. При цьому купувалися пули іпотечних кредитів, а FNMA ставала посередником, який випускав нові цінні папери (mortgage backed securities, MBS) та сплачував відсотки за ними. Однак уся ця діяльність стосувалася тільки іпотеч-

²⁶⁹ Під час сек'юритизації активів вони списуються з балансу підприємства й передаються спеціально створеному фінансовому посередникові (special purpose vehicle), а потім рефінансуються за допомогою випуску забезпечених цими активами цінних паперів (asset backed securities, ABS). Різновидом ABS є MBS (mortgage backed securities). У 1996 р. у США обсяг ринку ABS становив 2,5 трлн доларів, у Європі — 90 млрд. До кінця 2003 р. обсяг американського ринку ABS досяг 7 трлн доларів, з них 5,3 трлн припадало на сек'юритизовані іпотечні активи — MBS (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 4).

²⁷⁰ У 1990-х роках обсяг фінансування, отриманого через ринки цінних паперів, становив близько 75 %, а за допомогою банківських кредитів — 25 % (Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 68, 72).

них кредитів, що мали державні гарантії, хоча негарантованих кредитів було набагато більше.

Вторинний ринок іпотечних паперів став швидко розвиватися після того, як у 1968 році від FNMA відокремилося нове агентство GNMA, яке мало право купувати негарантовані іпотечні кредити, видані ощадно-позиковими асоціаціями. Випускаючи іпотечні цінні папери MBS, агентство GNMA забезпечувало їх державною гарантією, яка поширювалася на сплату основного боргу та відсотків.

До поширення сек'юритизації активів банки або залишали в себе іпотечні заставні за виданими житловими кредитами, або продавали їх Fannie Mae і Ginnie Mae, які спеціалізувалися на таких паперах. Поєднуючи заставні в пули й випускаючи забезпечені цими пулами власні іпотечні облігації, Fannie Mae і Ginnie Mae стимулювали банки видавати ще більше іпотечних кредитів. Завдяки тому, що кожна облігація MBS випускалася на основі великої кількості заставних, що входили в пул, ризики дефолту за тими чи іншими заставними рівномірно перерозподілялися. Тепер інвестори, що вклали свої капітали в MBS, були співвласниками лише невеликої частки кожного з іпотечних кредитів. Тому оголошення дефолту за окремими кредитами не створювало особливих проблем для власника MBS.

Слабкою стороною такої схеми сек'юритизації заставних було те, що будь-який іпотечний кредит можна було погасити достроково в будь-який зручний для позичальника момент. Це робило іпотечні облігації менш надійними, ніж державні або корпоративні, що мають чітко визначений термін погашення. Якщо власник звичайних облігацій точно знав, що він зможе отримувати фіксований дохід 10 або 30 років, то у власника іпотечних облігацій такої впевненості не було. Навіть з урахуванням того, що велика кількість заставних у пакеті навряд чи буде достроково погашатися одночасно, облігації з невизначеним терміном погашення однаково були більш ризикованими²⁷¹.

²⁷¹ Масове дострокове погашення іпотечних заставних найчастіше могло б відбуватися під час падіння процентних ставок, коли багато позичальників починають рефінансувати свої іпотечні кредити під менший відсоток. У цьому разі власник іпотечних облігацій MBS отримував свої гроші, але під час падіння процентних ставок гроші не могли приносити той дохід, на який розраховував інвестор, купуючи іпотечні облігації. Невизначеність доходів

У середині 1980-х років сек'юритизація активів була поширена в основному в США²⁷². Навіть через десять років, у другій половині 1990-х, у Європі вона не стала настільки масовою. Популяризація цього механізму на європейських фінансових ринках почалася в середині 1980-х років з Лондону під час загальної економічної лібералізації та скасування державного регулювання ринків у країнах Європи. Сек'юритизацію активів, особливо іпотечних кредитів, стимулювали не тільки фінансові інновації, але й зміна політичних акцентів — прихід до влади Маргарет Тетчер в Англії в 1979 році. Коли новий британський уряд скасував валютне регулювання, англійська економіка стала відкритою для впливу конкуренції, і тривалий період протекціонізму закінчився. Разом із загальною лібералізацією економіки це стимулювало підвищення курсу британського фунта.

Статус Лондону як глобального фінансового центру продовжував зростати, особливо після «великого вибуху» 1986 року, коли почалася хвиля фінансових інновацій. Однак, на відміну від США, де поширення сек'юритизації пояснювалося економічними причинами, зародження європейського ринку сек'юритизації активів у Лондоні було пов'язано не стільки з реальною економічною потребою, скільки з активністю філій американських банків, які просували вигідний для них інноваційний метод фінансування. За словами одного з лондонських банкірів, «у ті дні кожен міг відчутти лихоманку сек'юритизації в лондонському Сіті. Усі намагалися підготуватися до буму сек'юритизації активів і відкусити шматочок від цього пирога»²⁷³. Так Лондон став центром європейської сек'юритизації, і через нього американські емітенти пропонували європейським інвесторам ABS і MBS. Перша операція з іпотечної сек'юритизації була проведена в Англії в середині 1980-х років, коли були випущені UK MBS — британський

за іпотечними паперами призвела до того, що незабаром Ginnie Mae стала випускати ф'ючерси на дохід від mortgage backed securities (Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. — N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. — P. 90–95, 106–116).

²⁷² Американський іпотечний ринок з 1950 по 1990 р. зріс із 73,1 млрд доларів до 3,85 трлн доларів, ставши найбільшим у світі. Цей ринок і став основним джерелом капіталів для сек'юритизації активів у США.

²⁷³ Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 425.

аналог американських MBS. Утім, такої популярності, як у США, вони все одно не мали.

Європейський ринок сек'юритизованих активів почав реально розвиватися лише в 1990-х роках²⁷⁴. Про потенціал європейських інвесторів свідчив хоча б той факт, що ВВП Європи в 1993 р. становив 7,2 трлн доларів і перевищував ВВП США — 6,9 трлн доларів. Більшим було і населення Європи — 377 млн (у США — 260 млн). З огляду на це, у Європі могло б початися стрімке зростання ринку сек'юритизованих активів. Найбільші банки (американські та британські) в Лондоні (Citibank, Merrill Lynch, Barclays Bank, National Westminster Bank, Deutsche Bank) почали створювати відділи сек'юритизації активів, очікуючи швидкого підвищення попиту на нові фінансові інструменти²⁷⁵. Але вже в середині 1990-х стало ясно, що європейський ринок сек'юритизації активів зростає набагато повільніше, ніж очікувалося. У 1996 році американський ринок MBS, ABS і ABCP (Asset-Backed Commercial Papers) оцінювали в 2,5 трлн доларів, а європейський ринок таких інструментів — лише в 50 млрд (за іншими даними — близько 90 млрд)²⁷⁶.

²⁷⁴ До кінця 1996 року його обсяг досяг 90 млрд доларів, і було проведено 230 операцій 120 компаніями з 11 країн — Англії, Франції, Іспанії, Італії, Швеції, Бельгії, Ірландії, Голландії, Німеччини, Данії, Фінляндії.

²⁷⁵ У 1994 році у Франції випустили ABS, забезпечені грошовими надходженнями за кредитними картами, в Італії — надходженнями за торговельними контрактами, а інвестори з Німеччини почали купувати забезпечені активами цінні папери. У 1996 році в Англії була проведена сек'юритизація надходжень за кредитними картами, у Німеччині — іпотечних кредитів, в Іспанії, Бельгії, Фінляндії, Нідерландах — операції з сек'юритизації неіпотечних активів. Перша угода з сек'юритизації активів швейцарського підприємства була укладена в Лондоні в 1994 році. Потім сек'юритизацією активів почали займатися швейцарські банки Credit Suisse First Boston, Schweizerischer Bankverein, Schweizerischer Bankgesellschaft, і вони стали в Європі першопрохідниками. У Німеччині перші ABS випустила в 1996 році компанія Volkswagen за підтримки Deutsche Bank і німецького відділення First Boston. Тоді сек'юритизували пул з 32 тисяч договорів лізингу автомобілів на території Німеччини. Заснований фінансовий посередник (special purpose vehicle) — компанія Volkswagen Car Lease № 1 Ltd, випустила ABS на 500 млн марок (50 тис. облігацій номіналом 10 тис. марок) із щомісячною виплатою прибутку.

²⁷⁶ Основну частину емісії цінних паперів, випущених за рахунок сек'юритизації активів, здійснили у Великій Британії (58,1%), на другому місці — Франція (21,3%). Частка інших країн була набагато меншою — 4,6% в Іспанії, 2,5% — в Італії, 2,4% — у Швеції, 11,1% — в інших країнах. Серед випущених паперів переважали MBS (46,2%), сек'юритизовані платежі за банківськими кредитами (15,7%) і за лізинг автомобілів (13,7%) (Бэр Х. Сек'юритизация активов / Х. Бэр. — М.: Волтерс Клувер, 2006. — С. 433).

Основних причин уповільненого росту ринку сек'юритизованих активів було дві. По-перше, європейські компанії забезпечували фінансування за рахунок банківських кредитів — у них, на відміну від американських, не було потреби в пошуку альтернативних джерел капіталу. А по-друге, у багатьох країнах Європи існували правові обмеження для проведення операцій із сек'юритизації активів²⁷⁷.

У Європі не було державних організацій, подібних до американських FNMA або GNMA, тому не існувало загального стимулу іпотечної сек'юритизації. Та й самі іпотечні активи були неоднорідні порівняно з американськими. Крім того, для Європи була характерна недовіра до нових фінансових технологій — почасти через те, що банки й фінансові організації жорстко регулюються державою. В Англії та Італії, де держава стала ініціатором у розвитку ринку сек'юритизації, справа пішла швидше. Але більш типовим для європейців було ставлення до сек'юритизації активів у Німеччині або Швеції. Там уже існував великий ринок не тільки державних облігацій, але й заставних листів *Phandbrief*. А тому й потреба в сек'юритизації іпотечних активів тривалий час викликала сумніви.

Крім того, у Європі просто не було достатньої кількості інвесторів, які розуміли переваги ABS і MBS та пов'яза-

²⁷⁷ Сек'юритизація активів супроводжувалася передачею фінансової інформації третім особам, що суперечило європейському банківському законодавству тих років і, по суті, прирівнювалося до розголошення банківської таємниці. Тому в грудні 1990 року, під час підготовки до першої в Німеччині операції з сек'юритизації активів банком KKB Bank AG, орган банківського нагляду Bakred рекомендував утримуватися від подібних операцій. Свою позицію Bakred змінив тільки в 1996 році. Правова невизначеність щодо європейської сек'юритизації в 1990-х була поступово врегульована. У Франції 23 грудня 1988 р. видали закон № 88–1201 *Loi Titrisation*, який дозволяв створення так званих загальних фондів (*Fonds Communs de Creances*). В Англії у лютому 1989 року, квітні 1992 р. і квітні 1996 р. з'явилися директиви Банку Англії, що докладно визначали порядок операцій із сек'юритизації. Ці документи стали зразком для розробки відповідних законів в інших країнах Європи. У липні 1992 року в Іспанії видали закон про сек'юритизацію (*Law 19/1992*), який дозволяв створення іпотечних фондів (*Fondos de Titulization Hipotecaria*) — фінансових посередників під час іпотечної сек'юритизації, а спеціальною постановою Банку Іспанії скасували вимогу про обов'язкове повідомлення боржників під час передачі вимоги за іпотечними кредитами. У Німеччині федеральний орган банківського нагляду Bakred на початку 1997 року видав постанову, яка дозволила банкам та іншим кредитним організаціям проводити операції сек'юритизації.

ні з ними ризики. У перших європейських операціях премії, виплачувані інвесторам з урахуванням новизни фінансового продукту, були настільки високими, що економічно ці операції взагалі не були вигідні для емітента. Тому не так багато було охочих організувати подібні угоди. Та й обсяги однорідних пулів, придатних для сек'юритизації, часто були недостатньо великими, щоб виникло бажання цим займатися.

У 2001 році загальна вартість нових емісій цінних паперів, випущених унаслідок сек'юритизації, досягла 150 млрд євро (149 млрд доларів). Порівняно з ринком США (де одних тільки MBS було випущено на 1100 млрд доларів), обсяг європейського ринку залишався незначним, хоча він збільшувався у середньому на 61 % на рік. Найбільше емісій було в Англії (35,2 % від загального обсягу емісій у Європі), на друге місце вийшла Італія (18,7 %). В інших країнах обсяги сек'юритизації та випусків нових цінних паперів були значно менше, зокрема у Франції — 3,7 %, у Німеччині — 2,9 %²⁷⁸.

Salomon Brothers і сек'юритизація

З інвестиційних банків Salomon Brothers першим зацікавився сек'юритизацією активів та іпотечних облігацій MBS. У вересні 1977 р. Боб Далл і Стів Джозеф²⁷⁹, які займалися цими паперами, організували першу емісію іпотечних облігацій, домовившись із Bank of America про використання заставних, що зберігалися в банку. Іпотечні облігації вони змогли продати інституційним інвесторам (переважно страховим компаніям), зацікавивши їх високою прибутковістю. Bank of America повернув свої гроші, а платежі для погашення заставних, що надходили до банку, передавалися інвесторам, які купили іпотечні облігації.

²⁷⁸ У 1998 році в Європі за допомогою сек'юритизації та випуску MBS рефінансували тільки 1 % усієї маси іпотечних кредитів (в Англії, Німеччині й Нідерландах сума цих кредитів перевищувала в той час 50 % ВВП), тоді як у США — 50 %. В Англії цей показник був трохи вище — 5 %, а в інших країнах Європи у переважній більшості випадків джерелом фінансування іпотечних кредитів залишалися звичайні депозити (Девідсон Е. Сек'юритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Вольф, А. Чинг. — М.: Вершина, 2007. — С. 492–493, 510).

²⁷⁹ Брат Фреда Джозефа, генерального директора Drexel Burnham Lambert.

Боб Далл відчув в іпотечних облігаціях золоту жилу, і він зумів переконати в цьому Джона Гутфренда, який нещодавно став головою ради директорів Salomon Brothers. Навесні 1978 р. Гутфренд ухвалив рішення щодо створення в банку відділу іпотечних цінних паперів (Mortgage security department). У перші пару років свого існування він був збитковим, як і подібні відділи, створені в той час в інших найбільших компаніях — Merrill Lynch, Goldman Sachs, First Boston. Почалися навіть розмови про те, що відділ не виправдав себе і його слід ліквідувати.

Після того як Пол Волкер вирішив боротися з інфляцією та у жовтні 1979 року підвищив процентні ставки (обмеживши видачу кредитів і трохи охолодивши розігріту економіку), іпотечне кредитування загальмувалося, а за ним і діяльність ощадно-позикових асоціацій. Щоб не зруйнувати остаточно систему іпотечного кредитування, 30 вересня 1981 р. конгрес затвердив закон про податкові пільги для ощадно-позикових асоціацій. Цей закон надав асоціаціям змогу продавати свої заставні, що вони й стали робити, часто за зниженою ціною — до 65% від початкової суми. У жовтні 1981 р. почався масовий бум продажів заставних на загальну суму близько трильйона доларів. А головним їхнім покупцем став відділ іпотечних паперів Salomon Brothers. Так поштовхом для швидкого зростання ринку іпотечних облігацій виявився не сам по собі бум іпотечного кредитування або спорудження нових будинків, а податкові пільги.

Вирішальне значення в успіху нового відділу мав прихід у нього енергійного маклера Льюїса (Леві) Раньєрі, який до того займався облігаціями енергетичних компаній. «Мені потрібний був сильний маклер. Леві був не зовсім тим, кого я хотів, хоча він мав волю та розум, потрібні для розкручування ринку. Він надто впертий. Якщо йому було вигідно, він міг приховати від менеджера збиток у мільйон доларів. Він не звертав уваги на моральні міркування... Я ніколи не зустрічав людину, з освітою чи без неї, яка б розуміла швидше. А найкраще те, що він умів мріяти», — згадував Боб Далл про Раньєрі²⁸⁰.

А той був колоритним персонажем — гучним і часом грубим товстим італійцем, який постійно їв піцу та полюбляв

²⁸⁰ Льюїс М. Покер лжецов / М. Льюїс. — С. 61. — <https://www.booksgid.com>

різні приколи. Але саме він зібрав навколо себе таку ж колоритну, згуртовану команду, що прославилася своїми неймовірними доходами. Казали, що коли відділ іпотечних паперів був на підйомі та переживав свій розквіт, він отримував за рік більше дохід, ніж вся Уолл-стріт²⁸¹. Бізнес Раньєрі був, по суті, не дуже складний — він обирав потрібний момент і купував іпотечні облігації з номіналом 1000 доларів по 600, а потім чекав, коли вони піднімуться в ціні, щоб продати за 700 доларів. Пакети облігацій були дуже великими, тож великими були й прибутки.

Основними інвесторами, що вкладали капітали в іпотечні облігації, стали ощадно-позикові асоціації. У принципі вони могли б обрати для інвестицій високоприбуткові «сміттєві» облігації, але надали перевагу іпотечним паперам, можливо з тієї причини, що в основі цих паперів були добре знайомі асоціаціям заставні. Вони продавали заставні тим фінансовим посередникам, які могли запакувати їх у пули та випустити іпотечні облігації, а потім у них купували ці папери²⁸².

Право домовласників достроково погашати заставні справді ускладнювало додатковими ризиками весь цей фінансовий інструмент — іпотечну облігацію, але водночас створювало можливість легкого й швидкого збагачення. Психологія домовласників була такою, що вони хотіли за першої ж нагоди погасити свої іпотечні кредити, узяті під 4 %, 6 % або 8 % навіть тоді, коли ставка за кредитами була зовсім не вигідна й доходила до 16 %. Тому у ті роки, коли використання кредитів стало особливо поширеним, бажання за всяку ціну позбутися боргів часто переважало здоровий глузд. Якщо маклер, що займався іпотечними облігаціями, міг правильно передбачити чергову хвилю дострокових погашень, він купував облігації з великою знижкою (до 60 % від номіналу) і під час дострокового погашення отримував їхню номінальну вартість.

Ще одним джерелом легкого прибутку на ринку іпотечних облігацій під час його становлення була різниця в ці-

²⁸¹ У 1982 р. відділ Раньєрі мав 150 млн доларів прибутків, у 1983 р. — 200 млн, у 1984 р. — 175 млн, у 1985 р. — 275 млн (Madrack J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America. 1970 to the Present / J. Madrick. — N. Y.: Vintage Books, 2012. — P. 358).

²⁸² З 1977 по 1986 р. запас іпотечних облігацій в ощадно-позикових асоціаціях зріс із 12,6 млрд доларів до 150 млрд.

нах. Ці папери можна було купити в одному місті в ощадно-позиковій асоціації за ціною 94% від номіналу та одразу перепродати подібній асоціації в іншому місті за 95%. На великих пакетах паперів прибуток виявлявся досить помітним (а ці операції мали сенс саме з пакетами на сотні мільйонів доларів). Коли інформації стало більше, проводити такі вигідні операції вже не було можливості. Якщо іпотечні облігації вдавалося купити за 94,5% від номіналу, то продати їх можна було не більше, ніж за 94,55%.

У 1984 р. з'явився новий закон «Про розширення вторинного іпотечного ринку», який допоміг розробити й провести через конгрес Льюїс Раньєрі. Закон надав інвестиційним банкам змогу купувати будь-які іпотечні заставні, поєднувати їх на власний розсуд у пули й випускати на основі цих пулів іпотечні облігації (mortgage backed securities, MBS). Після цього в 1985–1987 рр. на ринку іпотечних облігацій почався підйом. Відділи іпотечних паперів створювали в багатьох великих банках і фінансових компаніях, і туди стали переходити маклери з Salomon Brothers. У них саме виникли суперечки щодо оплати з керівництвом компанії, яке вважало, що вони надто багато заробляють порівняно з іншими відділами. Так розсіялася вдало підібрана команда, яка під керівництвом товстуну Раньєрі почала просувати цей бізнес в Salomon Brothers. Однак нових центрів операцій з іпотечними паперами стало набагато більше. Колишні маклери Раньєрі тепер працювали на Goldman Sachs, Morgan Stanley, Drexel Burnham, Merrill Lynch, First Boston та інші великі фінансові компанії. А Salomon Brothers не отримав сотні мільйонів доларів прибутків і перестав бути лідером на цьому ринку.

Поява Collateralized Mortgage Obligation

Забезпечені активами іпотечні облігації (Collateralized Mortgage Obligation, CMO) стали найпоширенішим видом забезпечених активами цінних паперів (ABS). Уперше вони були випущені в США Федеральною житловою іпотечною корпорацією (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC або Freddie Mac) за допомогою фінансової компанії First Boston

Corporation²⁸³. Після поділу емісії СМО на декілька траншів став можливий випуск цінних паперів з різними умовами, призначених для різних типів інвесторів²⁸⁴.

У 1983 році в США провели першу операцію сек'юритизації неіпотечних активів, а в 1985 р. комп'ютерна компанія Sperry провела перший публічний випуск ABS (забезпечених договорами лізингу комп'ютерної техніки) на 192 млн доларів. Надалі ABS випускалися на основі різних боргових зобов'язань, від автомобільних кредитів до боргів за кредитними картками. Однак іпотечні MBS серед них переважали.

Разом зі «сміттєвими» облігаціями СМО стали однією з найважливіших інновацій 1980-х років на ринку цінних паперів. Під час створення СМО пакети іпотечних облігацій MBS, у яких не було чітко визначеного строку погашення, передавалися в довірче управління трастової фінансової компанії. Траст виплачував власникам пакетів облігацій певний відсоток прибутку та видавав їм сертифікати, що підтверджували право власності на облігації. Ці сертифікати стали називати СМО — Collateralised Mortgage Obligation.

СМО мали різну вартість, що залежала від вартості великих пакетів іпотечних облігацій (зазвичай на сотні мільйонів доларів), які були в їхній основі. Тому СМО поділяли на транші, що мали різні строки погашення. Випуск СМО вартістю 300 млн доларів могли ділити на три транші по 100 млн. Власники першого траншу отримували всі процентні виплати за основною сумою СМО (300 млн доларів). Власники другого траншу починали отримувати виплати тільки після того, як усі зобов'язання перед власниками першого траншу були виконані, а власники третього траншу починали одержувати виплати тільки після того, як їх повністю одержували власники й першого, й другого траншів. У такому разі строк повного погашення першого траншу становив близько п'яти років,

²⁸³ Створення СМО запропонував Лоренс Фінк з First Boston.

²⁸⁴ Емісія розділялася на декілька траншів (найчастіше чотири) з різними термінами погашення й відсотком прибутку, щоб зменшити ризик дострокового погашення іпотечних кредитів. У перший транш входили облігації з терміном погашення 2–3 роки, у другий 4–7 років, у третій 8–12 років, четвертий 13–20 років. Короткотермінові облігації першого траншу найчастіше купували банки та ощадно-позикові організації. Пенсійні фонди більше цікавилися довготерміновими облігаціями четвертого траншу, а страхові компанії зазвичай купували СМО другого й третього траншів.

другого — 7–15 років, третього — 15–30 років²⁸⁵. Проблему з невизначеними строками погашення звичайних іпотечних облігацій вирішили, і в інституційних інвесторів одразу підвищився інтерес до ринку іпотечних паперів. Так СМО повністю трансформували цей ринок. Лідерами в операціях із ними стали Salomon Brothers, а згодом — First Boston.

Якщо до того пенсійні фонди не вкладали капітали в іпотечні облігації MBS із невизначеним строком погашення, то до СМО в них виник інтерес, і незабаром їхнім основним покупцем стали саме пенсійні фонди. На момент випуску перших СМО пенсійні фонди в США володіли активами на 600 млрд доларів, і в складі цих активів ще не було іпотечних паперів. А вже через три роки, у середині 1986 р., пенсійні фонди володіли СМО на 30 млрд доларів, і ця частина їхніх активів швидко зростала. Усе більше вкладали капітали в СМО інші інвестори, які раніше не купували іпотечні папери та вважали їх більш ризикованими за традиційні державні й корпоративні облігації. Із середини 1983 р., коли з'явилися перші СМО, до кінця 1987 р. американські інвестиційні банки продали їх на 60 млрд доларів. А після того, як лондонська філія Salomon Brothers успішно продала іноземним банкам СМО на 2 млрд доларів, ними зацікавилися також інші іноземні інвестори.

Емітенти СМО почали експериментувати з ними, випускаючи ці папери не тільки із трьома, але з п'ятьма й десятьма траншами. Найцікавішим експериментом став поділ СМО на ті, де були платежі за основною сумою кредиту (Principal only, PO) і ті, де платили відсотки за кредитом (Interest only, IO). Інвестори могли купувати три різні інструменти — право на одержання основної суми кредиту під час його погашення, право на отримання відсотка за ним (зазвичай близько 8%) або право на те й друге.

Зазвичай такі операції проводили з дуже великими пакетами іпотечних паперів, де навіть процентні платежі становили сотні мільйонів доларів. Так процентні платежі за пакетом іпотечних паперів надходили одному інвестору, а виплати за основною сумою кредиту — іншому. Початкових заставних усе це вже не стосувалося, і домовласники, які брали іпотечні

²⁸⁵ Madrick J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America / J. Madrick. — N. Y.: Vintage Books, 2012. — P. 359.

кредити, нічого не знали (та й не повинні були знати) про ці операції.

Разом із посиленням конкуренції на ринку іпотечних паперів постійно з'являлися нові інструменти, у яких не одразу могли розібратися навіть маклери, які працювали на цьому ринку. Фахівців з іпотечних паперів було ще мало, і якийсь учора нікому не відомий трейдер завтра запросто міг опинитися серед співробітників відділу іпотечних паперів одного з найбільших інвестиційних банків.

Загальний обсяг випущених іпотечних паперів зріс із 11 млрд доларів у 1984 р. до більш ніж 200 млрд у 1994 р. і майже 3 трлн доларів у 2007 р²⁸⁶. Після такого успіху іпотечної сек'юритизації банки почали експериментувати з іншими видами сек'юритизації, випускаючи цінні папери, забезпечені боргами за кредитними картами, кредитами для студентів тощо.

Біржі та світові центри операцій із цінними паперами

«Великий вибух» 1986 року на Лондонській біржі

У 1980-х роках ринок євробондів, центром якого був Лондон, став справді міжнародним, притягуючи до себе капітали з усього світу. До Лондону йшли фінансові потоки з Близького та Середнього Сходу через відсутність там розвинених фінансових центрів, які могли б забезпечувати операції із цінними паперами. А японські капітали перетікали на лондонський ринок євробондів через численні обмеження в міжнародних фінансових операціях, які існували в Японії. Навіть після початку лібералізації внутрішніх ринків облігацій і зменшення

²⁸⁶ Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-Стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квак. — М.: Карьера-Пресс, 2013. — Р. 101.

податків на операції з ними (у Німеччині й США — у 1984 р.), ринок євробондів залишався привабливим і для інвесторів із країн з розвиненими ринками цінних паперів — США, Великої Британії, Німеччини, Франції та Японії, не кажучи вже про країни з менш розвиненими ринками, такі як Швеція або Данія²⁸⁷.

Фінансова інфраструктура Лондону, який опинився в центрі нового облігаційного ринку, на той час значно ускладнилася. Наприкінці 1980-х років у Лондоні працювали відділення понад 500 іноземних банків, фінансових компаній та брокерських фірм, зокрема таких гігантів, як американські Merrill Lynch і Goldman Sachs, японська компанія Nomura, а також філії основних страхових компаній, пенсійних та взаємних фондів. У Лондоні легко можна було отримати будь-які фінансові послуги, тому він став центром тяжіння не тільки для ринку євробондів, а й для світового ринку капіталів. Втім, у Нью-Йорку й Токіо концентрація фінансових послуг була не набагато меншою. Із зростанням загальної лібералізації ринків і розвитку нових електронних засобів комунікації в середині 1980-х років активізувався обмін фінансовими потоками між цими фінансовими центрами.

Лондонська біржа (особливо якщо згадати її типово британську консервативність) уже не могла залишатися монополістом на внутрішньому ринку, нав'язуючи свої власні правила його учасникам. Поштовхом до змін стало ухвалення урядом у 1983 р. рішення скасувати багато обмежень на вільний рух капіталів, але за умови, що біржа відмовиться від фіксованих комісійних під час угод (у Нью-Йорку це було зроблено ще в 1975 р.). Нові правила почали діяти в жовтні 1986 р. і призвели до вибухоподібного розширення ринку, яке назвали Big Bang — «Великий вибух»²⁸⁸.

Події в Лондоні в 1986 р. мали набагато більше значення, ніж на Нью-Йоркській біржі в 1975 р. Там це було лише

²⁸⁷ У 1980-х роках ринок євробондів швидко зростав — від 321 емісії на 19,8 млрд доларів у 1980 р. до 1692 емісій на суму 221,7 млрд у 1989 р. Обсяги їхнього обороту на вторинному ринку збільшилися з 240 млрд у 1980 р. до 8833 млрд у 1991 р. (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 274).

²⁸⁸ Гра слів у цій назві пов'язана з тим, що в космології так називають первинний вибух багато мільярдів років тому, коли виник Всесвіт, що розширюється з того часу.

скасування фіксованих комісійних, що вплинуло переважно на внутрішній ринок цінних паперів і знизило його прибутковість, і без того не найвищу в середині 1970-х років. На Лондонській біржі стан справ у 1986 р. був іншим, і скасування фіксованих комісійних стало лише підставою для зняття численних обмежень на ринку цінних паперів і формування нових відносин між біржею й урядом. Банк Англії, який представляв інтереси уряду, регулював внутрішній ринок цінних паперів через Лондонську біржу, тому саме він ставив численні обмеження. Через це ринок цінних паперів став надмірно регульованим, а можливості банків брати участь у діяльності ринку зменшилися.

Крім того, у 1986 р. в Англії з'явився аналог американської Комісії із цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission, SEC) — Управління з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board, SIB). Нова організація почала роботу після видання 7 листопада 1986 р. закону про фінансові послуги (Financial Services Act 1986). Закон став спробою зробити ринок цінних паперів ще більш регульованим, затвердивши монополію Лондонської біржі на операції з будь-якими цінними паперами. Але зробити це так і не вдалося через масштабність ринку євробондів. На той час обсяг операцій на цьому ринку досяг 20–30 % операцій Лондонської біржі. Ринок контролювали 120 європейських банків і американські брокери, яким не подобалася монополія Лондонської біржі.

Події в Лондоні в 1986 р. принципово відрізнялися від змін на Нью-Йоркській біржі в 1975 р. не тільки тим, що стосувалося відносин з урядом. На британському ринку цінних паперів не було чіткого розмежування між банківським і брокерським бізнесом, як не було величезних брокерських компаній типу американської Merrill Lynch з активами 1,3 млрд доларів у 1983 р. Активи однієї з найбільших лондонських брокерських фірм Hoare Govett становили лише 30 млн фунтів, а основної дилерської фірми Akroyd and Smithers не перевищували 40 млн фунтів²⁸⁹.

У середині 1980-х, коли найбільшими учасниками ринку цінних паперів стали інституційні інвестори, а комп'ютери-

²⁸⁹ Michie R. The London Stock Exchange. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 1999. — P. 559.

зовані системи передачі фінансової інформації забезпечили принципово новий рівень зв'язку між різними ринками, спроба Лондонської біржі стати монополістом виглядали зовсім нереалістично. Якщо біржа хотіла зберегти свій вплив, їй потрібні були набагато радикальніші реформи, ніж просто скасування фіксованих комісійних. В іншому разі біржа вже не змогла б контролювати ринок євробондів, і управління ним фактично перейшло б до американських брокерських компаній (таким як Goldman Sachs і Merrill Lynch, а також найбільших європейських банків — Deutsche Bank і Societe Generale). Тому при реформуванні Лондонської біржі довелося не тільки скасувати фіксовані комісійні, але й надати іноземним учасникам право бути членами біржі. Чималу роль у всіх цих інноваціях відіграла позиція Маргарет Тетчер, яка вважала, що у фінансового бізнесу в Англії не має бути ніяких (або майже ніяких) обмежень.

Ініціатори реформування Лондонської біржі не хотіли копіювати систему торгів Нью-Йоркської біржі. До середини 1980-х років стало очевидно, що ця система виявилася не найкращою. Адже значення Нью-Йоркської біржі стало зменшуватися — близько 40 % операцій проводилося за допомогою комп'ютеризованих торговельних систем, таких як NASDAQ. Тому «Великий вибух» на Лондонській біржі став наслідком не тільки лібералізації та скасування багатьох регулятивних обмежень, а й впровадження нових електронних торговельних систем. Шлях до цього був довгим і складним — з 1983 р. створили дев'ять паралельних ІТ-проектів зі створення англійської біржової торговельної системи. Біржа витратила на це 80 млн фунтів, але система Taurus виявилася невдалою, і в 1993 році від неї довелося відмовитися. На заміну їй прийшла система SEAQ (Stock Exchange Automatic Quotation System).

Надання іноземним компаніям права бути членом біржі стало вдалим рішенням, адже це зробило Лондонську біржу привабливою для великих учасників фінансового ринку (Merrill Lynch і японський банк Nomura першими стали членами Лондонської біржі ще в березні 1986 р.). У 1989 р. на біржі був 391 корпоративний учасник, із них 248 британські, решта іноземні (52 зі США, 17 із Франції, 14 з Японії). Так Лондон знову, як і в XIX столітті, став одним із основних міжнародних фінансових центрів.

«Великий вибух» у жовтні 1986 р. створив новий ринок цінних паперів, на якому домінували найбільші банки та брокерські компанії з усіх країн світу — ринок, вільний від більшості обмежень, що існували раніше. На ньому легко було укласти будь-які угоди за допомогою телефону, одержуючи при цьому найновішу інформацію про ціни на папери. Лондонській біржі вдалося зберегти свій вплив на цьому ринку, і вона стала привабливою для нових високотехнологічних компаній (у вересні 1986 р. на біржі котирувалися папери 508 компаній на загальну суму 1 млрд фунтів)²⁹⁰.

Тим часом, завдяки програмі реприватизації великих державних промислових підприємств, значно збільшилася кількість британських індивідуальних інвесторів, що вкладали свої капітали в цінні папери — з 3 млн у 1980 р. до 5 млн у 1986 р. і 11 млн у 1991 р. Вплив інституційних інвесторів (особливо пенсійних фондів) також зростав — у 1981 р. вони володіли 71,8 % усіх акцій, що торгувалися на ринку, а в 1989 р. — 78,7 %²⁹¹.

Усе це, разом зі зниженням комісійних (до лютого 1987 р. вони зменшилися на 50 %), активізувало лондонський ринок, і він приваблював до себе велику кількість іноземних паперів (не тільки євробондів, але й акцій). З 1979 по 1989 р. загальносвітовий обсяг міжнародних операцій із цінними паперами зріс із 73,1 млрд доларів до 1,6 трлн доларів. Близько 60 % цих операцій проходили тепер через Лондон, де ринок цінних паперів набув справді глобальних масштабів²⁹².

Лондонська біржа разом із ринком євробондів притягувала до себе інвесторів з усіх країн континентальної Європи,

²⁹⁰ Lonsdale C. The UK Equity Gap: The Failure of the Government Policy Since 1945 / C. Lonsdale. — Aldershot: Farnham (UK), 1997. — 124, 129, 144.

²⁹¹ Кількість лондонських відділень іноземних компаній, що займалися цінними паперами, з 1980 по 1989 р. зросла зі 104 до 158 (американських — з 43 до 55; японських — з 21 до 42; європейських — з 13 до 24). У 1990 р. на лондонському ринку торгувалися іноземні акції на загальну суму 1,3 трлн фунтів (за їхньою ринковою вартістю) — 61 % від вартості всіх цінних паперів на цьому ринку. Річний оборот іноземних акцій досягав у цей час 40 млрд фунтів (близько 30 % загального обороту цінних паперів у Великій Британії). Серед них переважали французькі, шведські та японські папери. Облігації (державні та корпоративні) поширювалися іншими шляхами, через банки й брокерські компанії (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 279).

²⁹² Обсяг операцій Лондонської біржі в 1980-х роках зріс у 17 разів, Токійської — у 9 разів, Нью-Йоркської — у 4 рази.

і почасти саме тому на біржах цих країн у 1980-х роках не відбувалося якихось радикальних змін. Коли великим німецьким інвесторам (таким як Siemens або Deutsche Bank) потрібно було розмістити свої цінні папери, вони зверталися на Лондонську біржу. Це було простіше, швидше і дешевше, ніж намагатися реформувати власні біржі. Так само робили і французькі інвестори. Хоча електронні системи почали впроваджувати на Паризькій біржі з 1986 р. (на Амстердамській — з 1988 р., а з 1989 р. у Німеччині почали використовувати власну електронну систему торгів IBIS), ці інновації більше стосувалися фінансової інформації. А на самих біржах у країнах континентальної Європи реформ, по суті, ще не було.

Нью-Йоркська біржа в 1980-х роках

На відміну від Лондонської біржі з її «Великим вибухом», на Нью-Йоркській біржі (New York Stock Exchange, NYSE) у 1980-х роках не було якихось радикальних інновацій, а зміни були більше кількісними. Продажі цінних паперів значно зросли²⁹³, однак для нових високотехнологічних компаній (зокрема пов'язаних з інформаційними технологіями, які визначили весь формат постіндустріальної епохи) Нью-Йоркська біржа не була привабливою. Усі ці компанії орієнтувалися на біржу NASDAQ, де продажі цінних паперів зросли з 68,7 млрд доларів у 1980 р. до 431,4 млрд у 1998 р. (з 17 % до 27 % від обсягів продажів на Нью-Йоркській біржі).

Така привабливість NASDAQ пояснювалася комп'ютеризованою (хоча й на рівні техніки середини 1980-х) системою торгівлі. Вона використовувала одну з провідних на той час

²⁹³ Зі 108 млрд доларів у 1970 р. до 398 млрд у 1980 р. і 1,6 трлн у 1989 р. Кількість найменувань акцій в операціях збільшилося з 636 у 1970 р. до 3030 у 1989 р.; облігацій — з 113 до 1412. За обсягами операцій Нью-Йоркська біржа випереджала біржу AMEX, на якій обсяг операцій зріс із 15 млрд доларів у 1970 р. до 47 млрд у 1980 р. і 80 млрд у 1989 р., що було принципове менше, ніж на NYSE (Bruchey S. Modernization of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. — N. Y.: Routledge, 1991. — P. 120, 170. Statistical Abstract of the United States. 1991. — Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. — P. 514–517).

торговельних платформ для операцій з акціями — мережу Instinet, яка поєднувала близько 300 брокерів, що працювали з 8000 найменувань американських акцій.

На Нью-Йоркській біржі домінували найбільші американські інвестиційні банки — Merrill Lynch, Goldman Sachs, Salomon Brothers. Вони все частіше проводили операції для великих інституційних інвесторів взагалі без комісії, одержуючи прибуток на різниці цін під час купівлі та продажу.

Основним джерелом капіталу були взаємні фонди, присутність яких на ринку цінних паперів значно зросла в середині 1980-х років, а також індивідуальні інвестори — їхня кількість, за приблизними оцінками, досягла до кінця 1980-х років 50 млн.

Хоча на Нью-Йоркській біржі не відбувалося настільки радикальних трансформацій, як на Лондонській, вона залишалася одним із найважливіших глобальних центрів операцій із цінними паперами. Із цією біржею були пов'язані два великі ринки цінних паперів — державних облігацій США (у той час найліквідніших у світі) і паперів найбільших корпорацій.

Для нових і швидко зростаючих компаній, які зацікавили інвесторів перспективами свого розвитку, найпривабливішою була біржа NASDAQ. Комбінація цих трьох ринків, кожний із яких був найбільшим у світі, ставило Нью-Йорк на перше місце як центр глобального ринку цінних паперів — незважаючи на всі інновації в Лондоні в другій половині 1980-х років²⁹⁴.

Токійська біржа

Не тільки біржі континентальної Європи опиралися змінам і новим тенденціям — у Японії біржі та ринок цінних паперів теж були консервативними. До кінця 1980-х років японський ринок цінних паперів був одним із найбільших у світі, а за капіталізацією Токійської біржі (2,7 трлн доларів до кінця 1989 р.) вона майже наздогнала Нью-Йоркську бір-

²⁹⁴ До того ж саме в Нью-Йорку були розташовані найбільші брокерські та банківські компанії, такі як Merrill Lynch, Goldman Sachs і Salomon Brothers. Коли вони діяли за межами США, то були вільні від обмежень Закону Глас-са — Стіголла й широко цим користувалися, поєднуючи у своїй діяльності великі банківські й брокерські операції з інституційними інвесторами.

жу (2,8 трлн доларів). На Токійській біржі переважали акції великих компаній, а операції з японськими державними облігаціями проводилися, як і в США, на позабіржовому ринку²⁹⁵.

Регулювався японський ринок цінних паперів подібно до американського Комісією з цінних паперів (Securities Commission). На цьому подібність закінчувалася, тому що в Японії майже не було позабіржового ринку акцій. Це додавало Securities Commission тієї виконавчої влади, якої не вистачало американській SEC, адже вона не мала можливості контролювати позабіржовий ринок. Це в певному сенсі спрощувало регулювання японського ринку цінних паперів і збільшувало вплив найбільших брокерських компаній.

Цей ринок (крім державних облігацій) перебував під впливом Токійської біржі. У 1990 р. на ній проводили 84 % усіх операцій японського ринку цінних паперів. Тому держава, регулюючи діяльність Токійської біржі, контролювала весь ринок акцій. Втім, не тільки біржа стала монополістом, але й чотири найбільші брокерські фірми, які домінували на ринку. Як і в Америці, японські банки не могли бути брокерами, і брокерські послуги надавали великі компанії. Найвідомішою з них була Nomura Securities, яка мала в 1990 р. 51 відділення в 23 країнах Азії і Європи, а також у США, і проводила наприкінці 1980-х років 30 % операцій на токійській біржі (іноземні брокерські компанії — тільки 5 %).

Первинне розміщення, купівля й продаж японських акцій і облігацій відбувалося не на відкритому ринку, як у Нью-Йорку або Лондоні, а було пов'язане зі складними взаєминами банків і промислових компаній. На початку 1980-х років, коли японський уряд послабив контроль над потоками капіталу, це одразу вивело японських інвесторів на міжнародний рівень.

Обсяг євробондів, випущених японськими компаніями, зріс із 562 млрд єн у 1978 р. до 11 831 млрд у 1989 р. До кінця 1980-х років 60–70 % євробондів, випущених японськими компаніями, належало японським інвесторам, і в Японії виник активний ринок цих облігацій. Зроста також частка

²⁹⁵ У 1960 р. загальна сума емісії державних облігацій становила 446,8 млрд єн; у 1970 р. — 3,6 трлн; у 1980 р. — 71,9 трлн; у 1990 р. — 168,5 трлн (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 287).

цінних паперів у фінансуванні японських компаній (які традиційно орієнтувалися на банківський кредит) — з 5 % на початку 1980-х років до 11 % наприкінці десятиліття²⁹⁶.

Інформаційна революція на світових біржах

«Я активно хвалив традиційну систему торгів», коли в біржовому залі вигукували пропозиції — писав Лео Меламед у 1977 році, вірячи в те, що торговельний зал біржі це «єдине місце формування високої ліквідності», а електронна торгівля «ніколи не буде працювати». Тоді ніхто ще не чув про персональні комп'ютери, а Білл Гейтс був студентом. «Але хід речей змінюється. Сьогодні, через десятиліття, я змушений був переглянути свою позицію». Фінансові ринки стали міжнародними, і відстань перестала мати значення. За минулі роки «технологічна революція стала тим фундаментальним фактором, який сприяв усім цим змінам, і світ замінив “золотий стандарт” на “інформаційний стандарт”. Оскільки інформація тепер могла вільно поширюватися зі швидкістю світла... вона перетворилася на домінуючу силу міжнародної фінансової системи. Я спостерігав за цими змінами із занепокоєнням і страхом»²⁹⁷.

У США перші спроби використання автоматизованих систем в 1960-х роках були пов'язані з біржею AMEX, але більш продуктивно інформаційні технології на ринку цінних

²⁹⁶ На Токійській біржі обсяг операцій зріс із 90 млн акцій за день у 1960 р. до 144 млн у 1970 р., 359 млн у 1980 р. і 500 млн у 1990 р. У 1970 р. загальна вартість цінних паперів 1280 компаній, що торгувалися на цій біржі, становила 16,2 млрд єн, а в 1990 р. вартість паперів 1627 компаній досягла 379,2 трлн єн. У 1990 р. 21 % усіх японських акцій належав індивідуальним інвесторам, 21 % — банкам, 16 % — страховим компаніям, 4 % — іноземним інвесторам, решта — іншим японським фірмам, що перехресно володіли акціями (Isaacs J. Japanese Securities Market / J. Isaacs, T. Ejiri. — L.: Euromoney, 1990. — P. 2–7, 27–29, 32–34).

²⁹⁷ Інформаційна революція, яка почалася в 1980-х роках, визначала «зовсім іншу відповідь на наші проблеми, пов'язані з конкуренцією... ті, хто не бачив цієї ознаки, були сліпими, що не бачать реальності нашого часу... Наші ринки залишалися динамічними», однак погроза їм «виходила не тільки з-за кордону. Нові види конкуренції з боку... позабіржового ринку; від організацій, що не потрапляють під регулювання, а також нових технологій швидко зростали і серйозніше тиснули на нас» (Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблішер, 2010. — С. 357, 358–359).

паперів використала Нью-Йоркська біржа NYSE. У 1976 р. на ній створили автоматизовану систему виконання наказів на торговельні операції (Designated Order Turnaround, DOT)²⁹⁸. У 1984 р. її замінила нова версія — Super DOT, і приблизно в той час виникла ідея міжнародної електронної системи для поєднання замовлень у торгівлі ф'ючерсами (International Electronic Order Matching System, INTEX). За задумом ця система мала замінити аукціонну торгівлю, але особливих перспектив у неї не було, тому що в її розробці не брала участі жодна з бірж. Прикладом успішного застосування комп'ютеризації на ринках цінних паперів було створення електронної біржі NASDAQ, історія якої добре відома.

У 1985 р. на Чиказькій біржі опціонів почала працювати автоматизована система виконання наказів (RAES) під час операцій з опціонами на акції. У цьому році подібна електронна система була створена на Новозеландській ф'ючерсній біржі. Але найбільшу увагу привернуло створення на Лондонській біржі в 1986 р. автоматизованої системи котирувань акцій SEAQ. Тоді й виникла ідея глобальної системи торгівлі ф'ючерсними контрактами — GLOBEX, партнером у створенні якої стала відома компанія Reuters Holding.

Після виникнення цієї системи в жовтні 1987 року почалася ланцюгова реакція створення подібних систем на Токійській фондовій біржі (TSE), а також на біржах цінних паперів Осаки (OSE) і Копенгагена (CSE), Данської (DOFEX) і Швейцарської (SOFEX) біржах опціонів і ф'ючерсів. До кінця 1991 р. подібні системи почали діяти ще на 15 біржах — від європейських до австралійської Сіднейської ф'ючерсної біржі (SFE). А система GLOBEX повноцінно стала працювати в червні 1992 р. Час, звісно, був втрачений, тому що до цього моменту майже кожна світова біржа вже мала в себе ту або іншу систему електронної торгівлі опціонами та ф'ючерсами.

²⁹⁸ У 1977 р. подібну систему організували в Канаді на фондовій біржі Toronto Stock Exchange.

Підсумки десятиліття

Вісімдесяті роки, «як стає ясно тепер з огляду на прожиті роки, були мінірепетицією перших років нового сторіччя. Найбільш вражаюче видовище, подароване ними, — магнати в наручниках... Це десятиліття стало гігантським генератором фінансових схем, воно збагатило людство такими плодами його, як “сміттєві” облігації, запропонувало інвесторам повну захищеність за допомогою хитрого механізму страхування портфеля»²⁹⁹. І можна додати від себе — створило ринок іпотечних паперів, якому судилося відіграти важливу роль у подіях 2007–2009 років.

У вісімдесяті роки значно збільшилися масштаби операцій із цінними паперами на всіх світових біржах. На Нью-Йоркській біржі їхні обсяги зросли вчетверо, на Токійській — удев'ятеро, на Лондонській — у 17 разів. Крім цих бірж, найбільш ліквідними й масштабними були ринки цінних паперів у Франкфурті, Парижі, Мілані, Сіднеї³⁰⁰.

У ці роки розширився і глобальний ринок іноземних цінних паперів. У 1980 р. капіталовкладення американських інвесторів в іноземні цінні папери становили 53,1 млрд доларів (70 % із них — облігації), операції іноземних інвесторів з американськими паперами — 198 млрд доларів (50 % вкладені в облігації казначейства). Загальний потік цінних паперів, що проходив через Нью-Йорк, був чималим — 250 млрд доларів. До кінця десятиліття, у 1989 р. операції американських інвесторів з іноземними паперами досягли 706,9 млрд доларів (облігації 70 %, акції 30 %). Іноземні інвестиції в американські папери зросли до 4,8 трлн доларів (90 % у державні облігації), а загальний обсяг американських цінних паперів, що брали участь у цих операціях, становив 5,5 трлн доларів³⁰¹.

²⁹⁹ Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вильямс, 2004. — С. 11.

³⁰⁰ Sobel A. Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets / A. Sobel. — Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. — P. 53.

³⁰¹ Statistical Abstract of the United States. 1991. — Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. — P. 514–515.

Дещо подібне було у Токіо, другому за значенням після Нью-Йорка фінансовому центрі. Японські інвестори активно вкладали капітали в іноземні облігації, а іноземні інвестори — у японські акції. Японці хотіли вигідно вкласти свої капітали (деякі іноземні облігації, особливо американські й британські, були більш прибуткові, ніж японські), а іноземці — вкласти капітали у швидко зростаючу японську економіку³⁰².

Вісімдесяті роки стали десятиліттям фінансових інновацій, коли революція в сфері фінансових послуг, що почалася з лібералізації американського фінансового ринку³⁰³, поширилася потім в Англії («Великий вибух» на Лондонській біржі), в основних країнах Європи та у Японії. Серед цих інновацій були деривативи, високоприбуткові «сміттєві» облігації, іпотечні папери.

А головною інновацією вісімдесятих стало застосування на фінансових ринках комп'ютерних технологій. І хоча їм було ще далеко до сучасних систем обміну інформацією, це радикально змінило ринки, зробивши їх схожими на вируючий потік. Хоча «в окремі моменти цей вируючий потік виглядає досить гладко й легко піддається прогнозу», часом «він стає некерованим і непередбачуваним»³⁰⁴.

³⁰² У 1990 р. загальний обсяг іноземних інвестицій у японські акції становив 414 млрд доларів, а інвестицій в облігації — 3085 млрд доларів. У 1977 р. вартість операцій іноземних інвесторів з американськими акціями досягла 35,6 трлн доларів, з японськими — 1,8 трлн доларів (у 1989 р. — 416,7 трлн із американськими акціями й 55,2 трлн із японськими) (Sobel A. Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets / A. Sobel. — Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. — Р. 52).

³⁰³ Нові закони Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (1980) і Garn-St. Germain Act (1982) помітно зменшили втручання держави в роботу фінансових ринків.

³⁰⁴ Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. — М.: Альпина Паблішер, 2010. — С. 489.

Частина 3.

БУРХЛИВІ ДЕВ'ЯНОСТІ

І знову глобалізація

Дев'яності — час найтривалішого в XX столітті економічного підйому, за настроєм та сутністю порівнянню з Belle Époque, «Прекрасною епохою» кінця XIX — початку XX ст. Особливостю 1990-х років стали радикальні інновації у сфері інформаційних технологій (масове поширення Інтернету й мобільного зв'язку), а також глобалізація, зокрема фінансова. Усе це підвищило мобільність капіталу, додавши динамізму фінансовим ринкам.

Економічний підйом породив чимало конструктивних ідей і в суспільстві загалом, і на фінансових ринках. Були серед них і такі нематеріальні інновації, як поява креативного класу, нових форм корпоративної культури та стилів бізнесу. У світі це був дуже оптимістичний і позитивний час на відміну від нашої батьківщини, де ці роки в багатьох залишилися в пам'яті як «бандитські дев'яності», коли на руїнах Радянського Союзу почався переділ власності та важке становлення ринкової економіки.

Почалося десятиліття з розпаду СРСР, для багатьох несподіваного³⁰⁵. Тоді здавалося, що пострадянські країни остаточно змінили свій курс, і разом зі створенням нової економічної системи там розпочнуться демократичні перетворення, що наближають їх до іншого світу. Час показав, що для більшості цих країн такі надії не виправдалися. Але

³⁰⁵ Після цього формування ринкової економіки та відродження ринків цінних паперів відбувалося також у пострадянських країнах і в країнах Східної Європи, що входили в «радянський блок» — від Польщі та Болгарії до Східної Німеччини.

у 1991 році розпад СРСР безсумнівно підштовхнув процеси глобалізації й об'єднання світу. За словами Дж. Сороса, «коли радянська система розпалася, США залишилися єдиною наддержавою. Вони були головним спонсором глобалізації, яка... на них позитивно позначилася»³⁰⁶.

Глобалізація спричинила чимало політичних і економічних дискусій. З нею пов'язують як зростання єдності світу, так і збільшення нерівності; як вільний обмін інформацією, так і спрощення, стандартизацію загального ландшафту масової культури. Не дивно, що глобалізація має багато прихильників і так само багато критиків³⁰⁷. Про все це написано безліч книг — із них можна було б скласти гори³⁰⁸. Написано різне — є захоплене вихваляння, є критика; іноді написано цікаво, іноді — плутано, багатослівно і невиразно.

Що ж таке глобалізація? Загалом це створення загальносвітового (або хоча б транснаціонального) єдиного економічного і культурного простору, у якому відбувається вільний рух товарів, капіталів, інформації та людей. Політично такий простір єдиним ніколи не був, тому що існують незалежні держави з різними інтересами. Усі колишні спроби насильно створити політично єдиний транснаціональний простір, що охоплює різні континенти, закінчувалися війнами й кровопролиттям — як у стародавні епохи, так і в часи Британської імперії.

Хвилі глобалізації вже були раніше, циклічно повторюючись протягом століть. Олександр Македонський, Римська імперія, Арабський халіфат, Монгольська імперія, іспано-португальська й голландська колоніальні експансії та, нарешті, Британська імперія. «Англійська» хвиля глобалізації кінця XIX — початку XX ст. економічно багато в чому нагадувала «американську» хвилю кінця XX століття. Відмінності були в технологіях, модах і стилях життя. Тоді були телефон із телеграфом і океанські пароплави, у наш час — Інтернет і літаки. Однак за суттю ці епохи чимось схожі.

³⁰⁶ Сорос Дж. Епоха помилок: мир на порозі глобального кризису / Дж. Сорос. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 115.

³⁰⁷ Докладніше про критиків глобалізації див.: Бхагавати Д. В захисту глобалізації / Д. Бхагавати. — М.: Ладомир, 2005. — С. 5–49.

³⁰⁸ Хочеться відзначити книгу Гжегожа Колодко, який був два рази міністром фінансів Польщі (Колодко Г. Мир в движении / Г. Колодко. — М.: Магістр, 2009). Книга ця яскрава і водночас трохи хаотична, як і все сучасне життя.

Нова хвиля глобалізації другої половини ХХ ст. почалася після нафтової кризи 1973 року, коли продаж нафти за долари створив надлишок вільних капіталів у нафтовидобувних країнах. Вони почали інвестувати ці капітали в економіку тих країн, які купували нафту. Після цього світовий кругообіг нафтодоларів став поштовхом до глобальної фінансової інтеграції. Процеси глобалізації посилювалися в 1980-х роках, за часів Рейгана й Тетчер, коли багато фінансових (та й не тільки фінансових) компаній почали пов'язувати перспективи свого розвитку з розширенням діяльності до світового масштабу, а слова «глобальні стратегії заради прибутку» стали звичним гаслом того часу.

У 1990-х роках (а також на початку ХХІ століття до кризи 2007–2009 рр.) глобалізація стала найбільш помітною. Зменшення втручання держави в економіку і фінанси разом із комп'ютерною революцією та розвитком Інтернету прискорили зростання міжнародних потоків капіталу. Так виникла ціла світова мережа, що зв'язала основні фінансові центри — Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюрих, Франкфурт, Париж, Амстердам, Гонконг.

Здавалося, що «в усіх є можливість отримати вигоду від нового світового порядку, цієї *Economia Americana* з фінансовими потоками, спрямованими від країн розвинених в ті, що розвиваються»³⁰⁹. Усі хотіли швидше взяти участь у цьому «новому світовому порядку», згадуючи історію індустріальної революції. Адже тоді піднялися ті країни, які встигли взяти в ній участь, а інші так і залишилися аграрними та відсталими. Постіндустріальна революція з її новими технологіями та глобальною мережею World Wide Web обіцяла привабливі перспективи для всіх, і важко було одразу зрозуміти, що із цих обіцянок є реалістичним, а що ні.

Однак вже наприкінці 1990-х з'ясувалося, що не все було так добре з «глобалізацією по-американськи», і що вона багато в чому просувалася зусиллями фінансової та політичної еліти в США, зацікавленої разом із МВФ у вільному русі насамперед американських капіталів. Глобалізація так і «не призвела до виходу гри на новий рівень, що мало б статися з вільним ринком», і світова фінансова система однаково «перебуває під контролем консор-

³⁰⁹ Stiglitz J. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. Stiglitz. — N. Y.: Norton, 2003. — P. 4.

ціуму фінансових установ — представників розвинених країн»³¹⁰.

Справді, була й така сторона глобалізації, і коли її стали усвідомлювати, вона почала викликати все більше протестів. Однак це було ще попереду — у середині 1990-х про проблеми мало хто замислювався, а майбутнє здавалося яскравим і безхмарним. А потім світ змінився, після кризи 2007–2009 рр. хвиля глобалізації пішла на спад і настала епоха «Великої рецесії», що нагадує Велику депресію 1930-х років. Політична напруженість разом із міжнародним тероризмом стали причиною відступу глобалізації (а почасти — і самої західної цивілізації).

Втім, попри це, говорити про кінець глобалізації немає підстав. За пару секунд я можу зв'язатися за допомогою Інтернету та смартфона зі своїми друзями й діловими партнерами в будь-якому куточку світу — від Стамбулу й Амстердаму до далеких Канади чи Сінгапуру. Легко можна переказати гроші в будь-яку точку світу (якщо не йдеться про якісь величезні суми) або отримати їх там у банкоматі. Легко поїхати з однієї країни в іншу, замовивши через Інтернет квитки на літаки в будь-яке місце; нескладно одержати візи в більшість країн, а часто вони взагалі не потрібні. Думаю, що Кейнс, який написав сторіччя тому свої відомі слова про мешканця Лондону, який може телефоном замовити товари з усього світу або вкласти свої капітали в цінні папери багатьох країн³¹¹, нам би тільки позаздрив. Те, про що він з таким захватом тоді писав, для нас стали звичними проявами сучасного життя.

Однак повернемося до хвилі глобалізації 1990-х. Вона виникла в 1980-х роках із розвитком інформаційних технологій і засобів зв'язку. На початку 1990-х років відбулася лібералізація обмінних курсів валют у багатьох країнах світу, потім

³¹⁰ Ці країни схвалили Вашингтонські угоди (розроблені в основному МВФ), які визначали умови надання фінансової допомоги. Згідно з цими угодами США отримали явні переваги та можливість «проводити політику, спрямовану на запобігання циклічності, у той час як країни, що розвиваються... змушені вирішувати свої проблеми самостійно. Зрештою виявилось, що тримати гроші в центрі системи спокійніше, ніж на периферії». І коли були зняті обмеження для міжнародного руху капіталів, «усі світові заощадження поглинув центр, з якого вони розподілялися» (Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 114).

³¹¹ Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. — Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. — P. 6.

скасували обмеження на транснаціональний рух фінансових потоків. Ніщо не заважало національним фінансовим ринкам і ринкам цінних паперів об'єднуватися в глобальний ринок, який діє в режимі реального часу після масового поширення Інтернету. Створення в 1992 році єдиної економічної зони ЄС і Всесвітньої торговельної організації (СОТ) в 1995 р., а також поява в 1999 році євро³¹², нової валюти ЄС, стали знаковими подіями в процесах глобалізації.

Наприкінці 1990-х років багатьом здавалося, що світ стає справді єдиним, а політичні й національні конфлікти заспокоюються. Багаті країни надають бідним допомогу, а країни, що розвиваються, скоро наблизяться до розвинених, дотримуючись рецептів МВФ і Всесвітнього банку. Насправді все було не зовсім так, і сьогодні це вже очевидно.

Але в 1990-х роках оптимістичний настрій переважав у світі, створивши моду на глобальні подорожі, які стали набагато доступніші, ніж раніше. Не дуже заможні представники середнього класу, які раніше хіба що виїжджали на природу за місто, раптом зацікавилися далекими країнами — курортами Єгипту, давніми храмами Індії чи Тибету або пляжами тропічних островів.

Нова хвиля глобалізації створила потоки інвестиційного капіталу, що текли від розвинених економік США, Великої Британії, Німеччини та Японії до країн, що розвиваються³¹³. У 1990-х роках долар зберігав свої позиції основної міжнародної валюти, забезпечуючи вплив США на світову фінансову систему в епоху «американської» глобалізації³¹⁴.

Реальністю став і глобальний ринок цінних паперів. Його контролювали декілька великих банків світового масштабу

³¹² Спершу нова валюта була тільки безготівковою, банкноти та монети з'явилися в обігу з 1 січня 2002 р.

³¹³ У США, основному джерелі фінансових потоків, сукупний обсяг капіталів, інвестованих в інші країни, зріс із 82,8 млрд доларів у 1971 р. до 731,8 млрд у 1990 р. і 2674,2 млрд у 2000 р. В Англії в ці самі роки — з 23,7 до 232,7 і 910,1; у Німеччині — з 7,3 до 125,0 і 505,3, у Японії — з 4,4 до 201,4 і 300,1 відповідно (Турев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Турев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 18).

³¹⁴ Наприкінці десятиліття 50 % облігацій випускалися в доларах, 30 % у євро, 7 % в єнах, решта — в інших валютах. З 560 млрд готівкових доларів 350 млрд (75 % 100-доларових купюр) перебувало за межами США (Турев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Турев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 23, 25).

(Barclays, Citibank, Deutsche Bank, Morgan Chase, UBS) і так само великих брокерських компаній (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura). Кожна із цих компаній мала розгалужену по всьому світу мережу відділень і філій³¹⁵. Крім Лондону, іншими ключовими центрами глобального ринку цінних паперів були Нью-Йорк, Токіо, Франкфурт, Гонконг, Сінгапур і Сідней. У всіх цих центрах найбільші світові банки й брокерські компанії мали свої офіси.

Така мережа не могла б виникнути та існувати, якби не інновації в інформаційних технологіях, якими були багаті дев'яності. Зв'язок став не тільки набагато дешевшим³¹⁶ (а потім і практично безкоштовним, як у месенджерах), але й принципово змінилася його якість. У чому відмінність використання Інтернету на фінансових ринках від розмов телефоном, мабуть, можна не пояснювати.

А інституційні інвестори — взаємні фонди, пенсійні фонди й страхові компанії — об'єднали дрібних індивідуальних інвесторів у всьому світі, надавши їм доступ до ринку цінних паперів. Це була реальна демократизація ринку, що дала можливість вийти на нього тим, хто раніше про це навіть не думав. Розширилася і географія індивідуальних інвесторів — власники заощаджень із Латинської Америки, Східної Європи й країн Азії змогли одержати доступ до глобального фінансового ринку.

Виникнення креативного класу

Сьогодні про креативний клас часто пишуть, і багатьом хотілося б ототожнювати себе з ним — це престижно. Уперше ці слова пролунали в 2002 році, коли була опублікована книга американського соціолога Річарда Флориди *The Rise of the Creative Class*, яка одразу привернула до себе увагу. «За допомогою цієї книги я спробував пояснити ті ключові, глибокі чинники, під впливом яких протягом останніх кількох де-

³¹⁵ У Merrill Lynch у середині 1990-х років була мережа з 475 філій у США, а також відділення в 45 країнах світу, зокрема в Лондоні — одному з найбільших центрів операцій з акціями, облігаціями й деривативами.

³¹⁶ У 1927 році трихвилинна розмова телефоном між Лондоном і Нью-Йорком коштувала 427 фунтів (у цінах 1966 року), у 1945 році — 63 фунти, у 1970 р. — 12 фунтів, у середині 1990-х — 0,5 фунта.

сятиліть відбувається трансформація економіки й культури. Коли я... почав її написання, то був уражений тим, як багато уваги приділяється поверхневим змінам. А я хотів сфокусуватися на довготермінових, воістину тектонічних процесах, що змінюють те, як ми живемо й працюємо. Мені здавалося, що світ переживає період найбільш радикальних змін із часів промислової революції. І справа була не тільки в тому, що Інтернет, нові технології й навіть глобалізація в принципі змінили нашу роботу й життя... Під поверхнею протікав майже ніким не помічений глибинний процес... народження нового соціального класу — креативного»³¹⁷.

Думки Річарда Флориди нагадували іншу популярну книгу, що з'явилася за пару років до того — *Bobos in Paradise* Девіда Брукса. Автор (відомий оглядач із *New York Times*) трохи іронічно, хоча й зі знанням справи, писав про те, що в 1990-х роках з'явилася «богемна буржуазія». Вона поєднала у своєму стилі життя великого бізнесу з настроями й захопленнями, характерними для творчої богеми. «Протягом усього ХХ століття відрізнити світ капіталізму від богемної контркультури було неважко... буржуа визначали традиційну мораль середнього класу. Вони працювали у великих корпораціях... і ходили в церкву», а представники богеми «зневажали загальноприйняті норми поведінки. Це були художники та інтелектуали». Але в 1990-х роках буржуазні та богемні атрибути перемішалися. «Відрізнити художника, що п'є еспreso, від банкіра з капучино стало практично неможливо... Давно встановлені межі стерлися»³¹⁸.

У 1990-х таке загравання з богемним стилем життя стало особливо помітним. «Було заведено не хвалитися своїми успіхами та роботою, а косити під жебрака... Професіонали й трудоголіки намагалися якнайбільше бути схожими на бродяг без грошей... Тепер потрібно було вдягати старі "адідаси", діряву майку *Gap*, потерті джинси *Helmut Lang* і підголювати відрослу щетину так, щоб вона виглядала триденною... Чим неймовірнішим було ваше багатство (а з появою Інтернету до багатьох капіталів додалося три нулі), тим більше вам потріб-

³¹⁷ Флорида Р. Креативный класс: Люди, которые создают будущее / Р. Флорида. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. — С. 9.

³¹⁸ Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берётся новая элита / Д. Брукс. — М.: Литрес, 2014. — С. 5.

но було нагадувати бомжа. Усі нові мільярдери ходили в зношених кросівках»³¹⁹.

Річард Флорида під час соціологічних опитувань з'ясував, що в 1990-х роках у співробітників нових і швидко зростаючих компаній, які є ядром постіндустріальної економіки (і високотехнологічних, і фінансових) сформувалося усвідомлення самих себе як представників нової соціальної групи, якої раніше не існувало. Більшість із опитаних не захотіли ототожнювати себе ані з «богемною буржуазією», ані з творчою богемою, ані з носіями альтернативних цінностей (пов'язаних із духовними традиціями чи екологічним рухом), але всі вони охоче називали себе «креативними».

Креативність пов'язана не тільки з професіями, що традиційно вважаються творчими. Це здатність самостійно мислити й знаходити нестандартні рішення, а не просто старанно виконувати те, що сказав керівник. У 1950-х роках, класичний час розквіту великих корпорацій, така ідея була незрозуміла й недоречна, тоді цінувалися зовсім інші якості — ретельність і відданість компанії. Співробітник мав бути насамперед «людиною організації»³²⁰, а самостійність мислення в той час сприймалася як непотрібна самодіяльність. Ставлення до креативності почало змінюватися в 1960-х роках, і особливо під час загального підйому 1990-х. Персональні комп'ютери, Інтернет, інформаційні технології, нові компанії тих років, пов'язані із цими інноваціями (такі як Google, Microsoft і багато інших), — усе це вимагало зовсім інших акцентів. Цінуватися стали вже не «люди організації», «люди системи», а самостійні, незалежні й талановиті креативні особистості, здатні створювати справді нове. Креативний клас став характерною рисою постіндустріальної епохи.

Зародження креативного класу стало наслідком загального економічного підйому. Високі доходи й вільні капітали завжди створюють сприятливі умови для пошуку нових стилів бізнесу й нових ідей. Недарма в це десятиліття було багато розмов про «індивідуалізовану корпорацію»³²¹, «демократи-

³¹⁹ Бербедек Ф. 99 франков / Ф. Бербедек. — <http://www.book-online.com.ua> — С. 30.

³²⁰ Таку назву мала знакова книга тих років — «Людина організації» (White W. The Organization Man / W. White. — N. Y.: Simon and Schuster, 1956).

³²¹ Ghoshal S. The Individualized Corporation. A Fundamentally New Approach to Management / S. Ghoshal, C. Bartlett. — N. Y.: Harper, 1997.

зацію компаній»³²², так само як про «корпоративну креативність», і нематеріальну мотивацію співробітників, «командний дух» і згуртованість³²³.

Справа була, звісно, не лише у вільних капіталах, а й у самій логіці розвитку постіндустріальної економіки, яка потребувала принципово нових технологій та принципово нових ідей. Тому креативний клас пережив і глобальну фінансову кризу 2007–2009 років, і післякризову епоху «Великої рецесії». І хоча в 2010-х роках важко було говорити про надмірну кількість вільних капіталів у світі — скоріше навпаки, — креативний клас загалом почував себе тоді непогано.

Саме у світі фінансів особливо потрібна здатність самостійно мислити й виявляти творчий підхід до пошуку нестандартних рішень. Коли читаєш книги Майкла Льюїса (та інших сучасних авторів, які пишуть у такому ж форматі), у них зображено багато яскравих, самобутніх і творчо мислячих особистостей, які змогли заробити мільйони на порожньому місці — згадаємо хоча б Луї Раньєрі з Salomon Brothers («Покер брехунів»), який стояв біля витоків буму навколо іпотечних паперів. Та хіба один тільки Раньєрі — це стосується багатьох фінансистів постіндустріальної епохи.

Спад 1990–1992 років

Після тривалого восьмирічного підйому (який загалом збігався із президентством Рональда Рейгана), у 1990–1992 рр. почався економічний спад. Він супроводжувався загальним гальмуванням ділової активності, яку не вдалося поживавити навіть після зменшення процентних ставок, початого з ініціативи управляючого ФРС Алана Грінспена в травні 1989 року. До липня 1991 р. ставки були знижені з 9 % до 5,75 %, а у вересні 1992 р. — взагалі до 3 %, але це не дало бажаного результату,

³²² Грэттон Л. Демократическое предприятие. Раскрепощение бизнеса благодаря свободе, гибкости и приверженности / Л. Грэттон. — СПб.: Сток-гольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2005.

³²³ Abramson P. Value Change in Global Perspective / P. Abramson, R. Inglehart. — Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998.

тому що зниження було недостатньо швидким. Загальмувався також і ринок цінних паперів. Втім, нічого незвичайного в цьому не було — якщо не всі, то більшість досвідчених фінансистів розуміли, що підйом неминуче повинен змінитися спадом.

Коли в 1993 році ФРС посилила умови для одержання кредитів, почалося зниження цін і на облігації (воно досягало для деяких паперів 10%). Ще гіршим стан справ був на ринку деривативів, ціна на які значно більше залежала від коливань процентних ставок. Інвестори зазвичай купували в банків пакети деривативів, які почали швидко знецінюватися, створивши проблеми і для самих інвесторів, що втрачали свої вкладення, і для дилерів, що займалися деривативами. Поступово стало приходити розуміння масштабів ризиків, пов'язаних із похідними інструментами. А коли 4 лютого 1994 року ФРС підняла ставку, збитки в мільйони доларів за великими пакетами деривативів виникли у відомих великих компаній (Procter and Gamble та інших). Вони заявили претензії своїм дилерам (таким як Bankers Trust) і звинувачували їх у тому, що ті приховали масштаб ризиків, пов'язаних із цими пакетами. Але ще більших збитків зазнали муніципальні влади округу Orange у Каліфорнії. Вони необачно вклали величезні суми у деривативи, продані їм Merrill Lynch.

Банкрутство Orange County

Округ Orange оголосив про своє банкрутство 6 грудня 1994 року. Це було найбільше за масштабами муніципальне банкрутство. Роберт Сітрон, який визнав себе винним, був типовим представником тієї породи фінансистів, які все життя ходять у потертому піджаку й вірять, що економія кожного долара допоможе їм збагатитися. Одягався й харчувався він скромно, їздив на старому «Крайслері», а всі свої особисті заощадження інвестував у прибуткові хедж-фонди, де отримували дохід більш 8%. У 1994 році, після того як були підвищені процентні ставки, і прибуток стало одержувати важче, Сітрон поринув у зовсім ризиковані справи — прагнення до багатства переважало над здоровим глуздом. Він вклав капітали округу у великий пакет незнайомих йому деривативів, суть яких сам не до кінця розумів. Довелося приймати на віру

обіцянки брокера з Merrill Lynch, а той, звичайно ж, обіцяв гарантовану високу прибутковість із мінімальним ризиком. Усе це нагадувало недавню історію з ощадно-позиковими асоціаціями, які необачно купували на великі суми «сміттєві» облігації — junk bonds.

Історія ускладнювалася тим, що близько 180 інших муніципалітетів довірили свої прибутки управлінню адміністрації округу Orange — на них справили враження великі доходи каліфорнійців. Загалом в ризиковані деривативи було вкладено близько 8 млрд доларів, і одні тільки збитки від зниження цін на ці папери досягли 1,5 млрд доларів. У всьому звинувачували банк Merrill Lynch, який, нібито, не пояснив владі округу можливі ризики.

Під час розслідування Сітрон заявив, що він наївний інвестор, а в оману його ввів брокер з Merrill Lynch Майкл Стейменсон. Однак той стверджував, що Сітрон справив на нього враження досить досвідченого фінансиста, і він сам у нього багато чому навчився. Зрештою Сітрону довелося визнати свою провину, після чого все закінчилося нетривалим тюремним ув'язненням. Але його фінансова кар'єра на цьому закінчилася. Помер він у віці 87 років у 2013-му.

Початок підйому середини 1990-х років

Наступ «биків»

Після закінчення спаду 1992–1994 рр. почався новий період «бичачого» ринку і найбільший за всю історію США акціонерний бум. Підйом 1990-х років був заснований на сприятливому поєднанні технологічних інновацій, низьких процентних ставок і високого попиту на акції з боку взаємних фондів, які переживали в 1990-х роках свій справжній розквіт³²⁴.

³²⁴ У 1996 р. у США було більше 5000 зареєстрованих фондів, які пропонували інвесторам найрізноманітніші фінансові інструменти. Рекламу взаємних фондів у ці роки можна було знайти скрізь, а три найбільші фонди — Fidelity Fund, Vanguard Fund, Capital Research Fund — володіли активами на загальну суму 850 млрд доларів.

У той час багато говорили про «нову економіку». Що це таке, більшість людей не дуже уявляли, але слова «New Economy» приваблювали. Ясно було тільки, що «у бізнес справді прийшло нове покоління із глобальними інтересами, готове до постійних змін»³²⁵. А у середині 1990-х нарешті «встановився баланс між старою промисловістю і новими технологіями, між урядом і ринком»³²⁶.

Зріс обсяг емісії всіх цінних паперів, від звичних акцій до нових видів облігацій, забезпечених активами³²⁷. Інформаційні технології, особливо Інтернет, створювали в інвесторів відчуття небувалого прориву (а так насправді було) і віру, що нарешті вони заслужили своє право на те, щоб розбагатіти. А ФРС, яка з ініціативи Алана Грінспена почала знижувати ставки, ще більше стимулювала підйом.

Безпосередні причини такого підйому на американському ринку цінних паперів були пов'язані як з перетіканням у США японських капіталів після кризи 1990 року, так і з подіями в Мексиці під час фінансової кризи 1994 року³²⁸. Після

³²⁵ Rifkin G. The Media Business. A Young Perspective on Management / G. Rifkin // The New York Times. — 1993. — 30 Aug.

³²⁶ Stiglitz J. The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade / J. Stiglitz. — N. Y.: Norton, 2003. — P. XLIV.

³²⁷ З 1982 по 1999 р. ціни на акції в США постійно зростали (у середньому на 13 % на рік), а їхня сукупна ринкова вартість підвищилася з 60 % ВВП до 300 % ВВП. Особливо пришвидшилося це зростання в 1990-х роках.

³²⁸ У Мексиці, де є запаси нафти, в 1970-х роках почався загальний підйом, пов'язаний з підвищенням нафтових цін. Цей бум привабив іноземний капітал, що надходив переважно у формі банківських кредитів — ринку цінних паперів тоді у Мексиці ще практично не існувало. Бум закінчився під час світової кредитної кризи 1979–1981 рр. яка спричинила мексиканський дефолт 1982 року. З Мексики почалося виведення капіталу, яке досягало 6 % ВВП за рік. Однак до кінця 1980-х років мексиканська економіка відновилося, і почався новий бум. Інфляція знизилася зі 160 % у 1987 р. до 7 % у 1994 р., багато промислових підприємств були приватизовані, а ВВП став швидко зростати. Уряд підтримував стабільний курс національної валюти — песо, і в країну пішли іноземні капітали, які вкладалися в мексиканські акції та облігації (у 1990-х роках у Мексиці вже сформувався ринок цінних паперів). Але все це процвітання підтримувалося тільки за рахунок постійного припливу іноземного капіталу. Було зрозуміло, що як тільки він ослабне, у Мексиці почнеться криза. Так і відбулося в 1994 році, коли іноземні інвестори відчували нестабільність мексиканської економіки і стали проявляти обережність. Їхнє занепокоєння вплинуло на мексиканський фінансовий ринок, тому його волатильність зростає. Однак уряд, замість того щоб підвищити процентні ставки, послабив кредитні обмеження, що спричинило ще більшу нестабільність. Невдалим стало і рішення влади випустити зовнішню облігаційну позику,

девальвації національної валюти торговельний баланс Мексики раптово перейшов від дефіциту 20 млрд доларів у 1994 році до профіциту 5 млрд у 1995 році. У Штатах, найбільшому торговельному партнері Мексики, у 1995 році торговельний дефіцит збільшився на 35 млрд доларів. Після цього в США потекли великі мексиканські капітали, що спричинило підвищення цін американських цінних паперів.

У ці роки знайти фінансування для створення нових компаній було легко. Венчурні капіталісти, готові інвестувати капітали в нові проекти (які були ризиковані, але обіцяли високий прибуток), самі шукали молоді компанії, щоб встигнути вигідно вкласти гроші. Розрахунок був на те, що через три — максимум п'ять років нові компанії зможуть провести первинне розміщення акцій на відкритому ринку, і тоді інвестори вигідно продадуть свої акції, отримані за дуже низькою ціною під час заснування³²⁹.

Зазвичай під час IPO акцій якоїсь компанії «нової економіки» їхня ринкова ціна вже до кінця першого дня значно перевищувала ціну розміщення, а через декілька днів вона збільшувалася в 3–4 рази. При такому зростанні акцій основна частина їхніх власників не хотіла продавати свої пакети, куплені за ціною розміщення. Кількість акцій компанії на ринку скорочувалася, а попит на них продовжував зростати. Відповідно, підвищувалася ціна. Усе це знову й знову, уже вкотре, нагадувало фінансовий вічний двигун, що виробляє гроші з нічого — «з повітря», як казали в минулі століття, а по суті — з настрою ринку, з його азіотажу.

номіновану у доларах (у Мексиці ці облігації називали *tesobono*) — шанси на успішне розміщення облігацій у національній валюті були невеликі. Зовнішній борг зріс із 2 млрд доларів до 29 млрд, а потім і торговельний дефіцит збільшився до 19 млрд доларів на рік. Приплив іноземних капіталів скоротився, і в Мексиці почалася фінансова криза. Її настання прискорило також те, що в 1990-х роках на заміну банкам як джерелу позикового капіталу усе більше приходили інституційні інвестори. У Мексиці це були переважно глобальні взаємні фонди, де походження капіталу було набагато важче простежити, ніж під час банківських кредитів. Мексиканські інвестори швидко зрозуміли ризики, і стали виводити свої капітали із країни,кладаючи їх головним чином у США (Morris Ch. Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen / Ch. Morris. — N. Y.: Times Business, 1999. — P. 211–214).

³²⁹ Проблема ризику вирішується при венчурному фінансуванні розподілом інвестицій серед різних компаній. Малоімовірно, що всі вони одночасно зазнають збитків або збанкрутують. А в разі успіху доходи венчурних інвесторів можуть бути дуже високими.

Фінансова політика Білла Клінтона

Підйом середини 1990-х за часом збігався із президентством Білла Клінтона (1993–2001), обраного від Демократичної партії. Клінтон увійшов в історію не тільки тим, що грав на саксофоні перед Білим Домом і скандалом навколо його любовного зв'язку з Монікою Левінськи, а й як президент із ліберальними поглядами щодо економічної політики. Про економіку Клінтон багато говорив ще під час своєї передвиборчої кампанії. Дванадцятирічне правління представників Республіканської партії, і особливо Джорджа Буша-старшого (1989–1993), створило багато проблем — швидко зростали державний борг, дефіцит бюджету, безробіття та інфляція. Білл Клінтон зробив вірний хід, зосередившись на питаннях економіки й проводячи свою передвиборчу кампанію під гаслом «Це економіка, дурнику», зверненням, як іронічно казали тоді, до самого Дж. Буша.

У Клінтона були грандіозні (і загалом конструктивні) плани щодо економіки. Він обіцяв знизити податки для середнього класу, удвічі скоротити дефіцит бюджету, залучити нові інвестиції. Під час передвиборчої кампанії всі кандидати щедро роздавали обіцянки, і потрібен був час, щоб побачити реальні успіхи Клінтона. Головними проблемами стали дефіцит бюджету й державний борг. Про це багато говорили ще на початку президентства Дж. Буша-старшого, але практично так нічого і не було зроблено, і державний борг США зріс до 3 трлн доларів.

Клінтон не обдурих виборців — почасти через те, що залучив до роботи у своїй адміністрації досвідчених економістів, почасти через загальний підйом, один із найтриваліших у XX столітті. Дефіцит бюджету при ньому став швидко скорочуватися, а під час другого терміну президентства державний бюджет взагалі став профіцитним, що підтверджувало успішність його економічної політики³³⁰.

«Із Клінтоном я познайомився на початку грудня, коли його обрали президентом, — згадує Алан Грінспен, у ті роки

³³⁰ Рівень інфляції знизився з 6 % на початку 1990-х до 1,6 % у 1998 р., а безробіття скоротилося за ці роки з 8 % до 4 %. Дефіцит державного бюджету США становив близько 300 млрд доларів на початку 1990-х років, а до кінця десятиліття виник профіцит бюджету 200 млрд доларів.

голова ФРС США. — Коли мене провели в приймальню, я не дуже уявляв собі, до чого готуватися... “О, пане голово”, — сказав Клінтон, прямуючи до мене широкими кроками та з посмішкою простягаючи руку. Я зрозумів, що Клінтон не даремно славився вмінням демонструвати “близькість до народу” — йому практично вдалося переконати мене в тому, що він справді радий нашій зустрічі»³³¹.

До початку президентства Клінтона короткотермінові процентні ставки були низькими (в середньому 3%), і економіка поступово відновлювалася після спаду 1990–1992 рр. Однак довготермінові ставки усе ще залишалися високими, збільшуючи вартість кредиту і гальмуючи економічне зростання. Ці ставки відображали зрозуміле прагнення інвесторів одержати додатковий дохід за умов загальної невизначеності. Якби адміністрації нового президента вдалося підвищити довіру інвесторів та їхній оптимізм, то довготермінові ставки поступово знизилися б, після чого облігації стали б менш вигідні, і можна було очікувати підйому на ринку акцій.

Незабаром після обрання новий президент призначив міністром фінансів Ллойда Бентсена, чемного сивого джентльмена зі світськими манерами. Його заступником став Роджер Альтман, інвестиційний банкір з Уолл-стріт, відомий у фінансовому світі інтелектуал-демократ³³². Керівником знову ство-

³³¹ Гринспен А. Епоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 148. «Друга половина 1990-х років може стати дуже успішною, — казав Гринспен президенту Клінтону наприкінці 1992 року, — а шлях до майбутнього процвітання... йде через зниження дефіциту федерального бюджету в довготерміновій перспективі. На моє задоволення, Клінтон слухав із великим інтересом... і задавав мені чимало питань, якими політики звичайно не цікавляться... Як виявилось, нас із Клінтоном поєднувала не тільки гра на саксофоні. Я побачив у ньому таке саме прагнення до знань, як і в мене... за рівнем інтелекту Клінтон не поступався Річарду Ніксону, який, незважаючи на його очевидні недоліки, був найрозумнішим президентом з усіх, з ким мені доводило зустрічатися». До середини 1995 року «між мною й Клінтоном виникли невимуснені відносини. На прийомах і вечерах у Білому домі він часом відводив мене убік, щоб довідатися мою думку або обговорити якусь ідею. Я не поділяв його смаків, що сформувалися в епоху бебі-буму, і не відчував любові до рок-н-ролу. Можливо, він уважав мене надто сухою людиною, яка не підходить на роль приятеля... але ми обоє любили книги, обоє цікавилися навколишнім життям і загалом добре порозумілися» (Там само, с. 150, 166).

³³² «Демократи залишаються в меншості на Уолл-стріт, але ця меншість дуже активна», — говорив Альтман (Billard M. The Executive Life / M. Billard // The New York Times. — 1992. — March 1).

реної ради з економічної політики призначили Роберта Рубіна з правління Goldman Sachs. Такі призначення обнадіювали фінансовий світ.

Клінтона неодноразово попереджали про небезпеку зростання державного боргу, а разом із ним і дефіциту бюджету, що могло призвести в ХХІ столітті до фінансової кризи. Незабаром президент затвердив чотирирічну програму зі скорочення бюджетного дефіциту на 500 млрд доларів. Програму називали «грандіозною», хоча вона передбачала податок на високі доходи та насправді торкалася майже всіх (зокрема пенсіонерів), крім, хіба що, найбільш багатих.

До кінця 1993 року проблеми початку 1990-х нарешті подолали. ВВП збільшився на 8,5% порівняно з кризовим 1991 роком, темпи економічного зростання підвищилися до 5,5% за рік. Збільшилися інвестиції, так само як і споживчі витрати. Обсяги кредитування нормалізувалися, і можна було починати жорсткішу фінансову політику. Процентна ставка тривалий час залишалася порівняно низкою — 3%. Але оскільки економіка перебувала в стадії зростання, потрібно було уникнути її перегріву, щоб спад (а він був неминучою фазою циклу ділової активності) став якомога м'якшим. Ніхто не хотів ще одного швидкого обвалу, тому бажаним було поступове зниження.

Адже коли спад починається, підвищувати ставки вже пізно — зазвичай це не зупиняє падіння. А от підвищення ставок ще до того, як інфляція буде посилюватися, було б своєчасним. Однак усяке підвищення ставок створює — тривожний настрій на фінансових ринках, — є чимало прикладів в історії. Так сталося і цього разу. Після того як про підвищення ставок було оголошено 4 лютого 1994 року, індекс Доу-Джонса одразу ж знизився на 96 пунктів (приблизно на 2,5%).

Усі критикували політику ФРС, адже вона підрізала крила бізнесу, який тільки почав оживати й користуватися наслідками економічного зростання. Таку логіку зрозуміти було легше, ніж мотиви ФРС. Коли починається зростання, всі хочуть насолоджуватися ним прямо зараз, а не замислюватися про підвищення інфляції або про те, що завтра буде надуватися черговий кредитний пузир.

Какали, ніби президент Клінтон був незадоволений підвищенням ставок, вважаючи, що економіка недостатньо зміцнилася для цього. Але привселюдно він не критикував

ані ФРС, ані її керівника. До кінця 1994 року ставка досягла 5,5 %, а в лютому 2005 р. — 6 %. Незважаючи на цілеспрямоване гальмування, річне зростання становило 4 %, а прибутки компаній збільшувалися (до кінця 1995 р. — на 18 %), однак темп інфляції не підвищився. Уперше з 1960-х років вона була стабільна і не перевищувала 3 %, а ринок цінних паперів показував максимальний за останні 20 років підйом³³³. За прогнозами, у 1996 р. дефіцит бюджету мав скоротитися на 110 млрд доларів.

Завдяки такій фінансовій політиці Білла Клінтона (його обрали президентом на другий термін у 1996 році) почалася нова хвиля підйому, який тривав до 2000 року³³⁴. У грудні 1996 року голова ФРС Алан Грінспен назвав те, що відбувалося тоді в США «ірраціональним багатством»³³⁵. По суті, перші ознаки «ірраціональності» фінансового багатства (а інакше кажучи — спекулятивного пузиря на ринку акцій) з'явилися навесні 1995 року, задовго до слів Грінспена³³⁶.

Ще один поштовх для роздування спекулятивного пузиря на американському ринку був пов'язаний із серією азійських криз 1998 року. Після них почалося масове виведення капіта-

³³³ Новим кроком у лібералізації фінансового ринку став виданий в 1994 році закон Ріглі — Ніла (Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994), присвячений усуненню територіальних бар'єрів усередині США. Тепер банки й банківські холдинги могли купувати інші банки або створювати дочірні банки й відділення в кожному зі штатів.

³³⁴ Індекс біржі NASDAQ, де котирувалися в основному папери нових високотехнологічних компаній, зріс із 500 пунктів у квітні 1991 р. до 1000 пунктів у липні 1995 р., 2000 пунктів у липні 1998 р. і 5132 пунктів у березні 2000 р. Під час буму була створена безпрецедентна кількість нових робочих місць — 18 млн із 1993 по 2000 р. У 1994 р. рівень безробіття знизився до 6 %, а до квітня 2000 р. до 4 % — уперше за тридцять років. Виданий в 1999 р. закон Гремма-Ліча-Блайлі про модернізацію фінансових послуг (Gramm-Leach-Bliley Financial Services Modernization Act) скасував обмеження, які існували після видання в 1933 р. закону Гласса-Стіголла, створивши можливості для універсалізації фінансових послуг. На практиці така універсалізація все більше поширювалася в діяльності фінансових холдингів. А тепер вони мали законне право надавати своїм клієнтам повний набір фінансових послуг.

³³⁵ На той час індекс Доу-Джонса досяг оцінки 6300 пунктів, індекс NASDAQ — 1300 пунктів. Але це була ще не межа: наприкінці 1999 р. індекс Доу-Джонса піднявся до 11 700 пунктів, NASDAQ — до більше 5000 пунктів. Ринкова вартість акцій на цій біржі зросла до 80 % вартості акцій на Нью-Йоркській біржі NYSE.

³³⁶ У 1994 році ціни на акції знизилися на 2 %, а за 1995 рік вони зросли на 35 %, за 1996 рік — на 25 %.

лів із країн Азії у США. На американський ринок пішов потік іноземних капіталів з метою найвигоднішого застосування. Азійські інвестори стали скуповувати американські цінні папери, а отримані капітали американські інвестори найчастіше вкладали в придбання нових паперів³³⁷, і це ще більше розігрівало американський ринок.

«Нова економіка»

Після вдало проведеного в 1994 році штучного м'якого гальмування зростання, 1990-ті роки залишилися в історії як один із найтриваліших періодів підйому. У ці роки «біржовики сколихнули людську уяву мріями про багатство. Вони змусили абсолютно розсудливих людей займатися спекулятивними операціями небаченого масштабу»³³⁸. Цей тривалий підйом проходив під час загальної ейфорії від технологічних інновацій та від перспектив, які розкривали глобалізація та масове поширення Інтернету.

У той час багато говорили про «технократичний екстаз», який охопив Клінтона. Мабуть, цей екстаз тоді охопив не тільки президента, а й багатьох інших, хто захоплено говорив про «нову економіку». Подібні розмови звичайні для періодів зростання, а бум навколо нових технологій бував і раніше. Адже колись масове поширення телефону, автомобілів і телевізорів змінило повсякденне життя не менше, ніж комп'ютери, Інтернет і мобільний зв'язок. Може, змінило інакше, але не менше.

Почала збільшуватися продуктивність праці (з 1 % на рік на початку 1990-х років до 2,5 % наприкінці десятиліття). Підвищення продуктивності було одним із основних аргументів

³³⁷ Не дивно, що із середини 1998 р. по середину 1999 р. ринкова вартість акцій, які торгувалися на біржі NYSE, зросла на 40 %, з 9005 млрд доларів до 12 671 млрд. А на біржі NASDAQ — на 90 %, з 1777 млрд до 3209 млрд доларів.

³³⁸ Протягом усього десятиліття Уолл-стріт «створювала можливості для бухгалтерських махінацій, сприяла перетворенню біржових аналітиків на дрібних шахраїв, потурала махінаціям найгірших представників американського бізнесу. Але, напевно, найбільшим гріхом став потік породжених нею поганих книг, написаних нудними інвесторами-мільярдерами, які намагаються нести в маси свої банальні міркування» (Ливи Л. За кулісами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вільямс, 2004. — С. 7).

прихильників ідеї «нової економіки». У її існування повірив навіть такий ветеран фінансового світу, як Алан Грінспен³³⁹, хоча багато хто у ті роки попереджав, що реальне зростання продуктивності відбувалося тільки в інформаційних технологіях. Та й там під час розрахунків продуктивності праці вона часто виявлялася завищеною через споживчий бум — коли активність покупців зростала, збільшувалися доходи компаній, що продавали товари й послуги без особливого збільшення ефективності виробництва.

Ще в 1987 році Роберт Солоу писав, що «епоха комп'ютерів помітна всюди, крім статистики продуктивності»³⁴⁰. Втім, залишимо теоретикам суперечки про те, як саме комп'ютерна революція вплинула на продуктивність праці. Сьогодні вже очевидно, що вона радикально змінила світ і наше життя. Однак минуло небагато часу, і на початку 2000-х років, під час кризи інтернет-компаній, багато хто іронічно згадував недавні надто оптимістичні очікування.

Хоча в це десятиліття економіка, може, і не була абсолютно новою, кількість різних інновацій, від політичних до фінансових, справді стала переходити в нову якість. Здавалося, що глобалізація, інформаційні технології та креативний клас дійсно починають змінювати світ на краще.

Ефект багатства

Нерівність доходів продовжувала зростати, попри «ефект багатства» (wealth effect), характерний для 1990-х. Клінтон вважав, що мільйонери епохи Інтернету є неминучим побічним продуктом прогресу — особисто йому хотілося б, щоби більше багатів середній клас. За його словами, «щоразу під час переходу до нової економічної моделі нерівність посилюється. Саме так було, коли ми перейшли від аграрного виробництва до промислового. Величезні капітали нажили ті, хто

³³⁹ «Я спостерігаю за циклами ділової активності з кінця 1940-х років. Нічого подібного ще не було. Така глибина й стабільність технологічних змін відзначається раз на 50–100 років» (Грінспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Грінспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 170).

³⁴⁰ Solow R. We'd Better Watch Out / R. Solow // New York Times Book Review. — 1987. — 12 July. — P. 37.

фінансував промислову революцію, а також ті, хто будував залізниці». А на межі «цифрового століття з'явилися інтернет-мільйонери»³⁴¹.

Слова «ефект багатства» часто можна було почути в дев'яності. Неочікуване багатство тоді прийшло до багатьох — навіть у країнах колишнього СРСР. Втім, тут це було швидко отримане багатство від перерозподілу власності, що почався після розпаду Радянського Союзу, і від приватизації державних підприємств, які переходили за зниженою ціною в руки «потрібних людей». А в країнах з ринковою економікою неочікуване багатство в ті роки виникало зовсім інакше.

Під час зростання економіки й стабільного підвищення курсів цінних паперів вартість інвестиційного портфеля почала збільшуватися без жодних дій інвесторів. У 1990-х роках це підвищення вартості інвестиційного портфеля називали новими словами, які швидко стали модними, — «ефект багатства». А фінансові посередники, яких ставало все більше, спокусливо пропонували надалі вкладати свій прибуток у цінні папери.

Це сильно підвищувало оптимізм інвесторів. Можна було скільки завгодно говорити, що цей оптимізм ірраціональний і що такі підвищення вартості портфеля вже не раз бували колись перед кризами, — інвестори не слухали, тому що все це було «колись», а не тут і зараз. Пам'ять про колишні буми й крахи швидко стираються разом зі зміною поколінь, а книг з фінансової історії більшість інвесторів не читає.

Завдяки збільшенню свого багатства інвестори почували себе платоспроможними через збільшення прибутковості їхнього портфеля і активніше брали кредити. Вони купували не тільки нові будинки й машини, але й нові пакети цінних паперів. За прогнозами тих років, у 1996 році інвестори збиралися вкласти в них 50 млрд доларів. Багатьом цей прогноз здавався нереалістичним. Адже основну частину акцій тримали пенсійні фонди, і рядові інвестори не мали відношення до прибутків цих фондів. Але хай там як, інвестували в цінні папери в ті роки багато, і досить великі суми. Зростало і реальне споживання товарів та послуг (у середньому на 4,6 % на рік).

³⁴¹ Цит. за: Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 167.

*Інтернет-бум**Доступність інформаційних технологій*

До початку 1990-х років Інтернет не тільки не мав масового поширення, але й був мало відомий за межами вузького кола фахівців з інформаційних технологій. Ідею Інтернету в його нинішньому вигляді Всесвітньої мережі (World Wide Web) — запропонував у 1989 році британський учений Тім Бернерс-Лі, який вірив, що «Інтернет належить усім»³⁴². Доступною для звичайних користувачів Мережа стала із середини 1990-х років.

Початком інтернет-буму вважається 9 серпня 1995 р., коли невелика компанія Netscape із Кремнієвої долини провела первинне розміщення акцій. Компанія на той час існувала два роки і не приносила прибутку, але її програмний продукт — один із перших браузерів Netscape Navigator — зробив справжню революцію серед користувачів Інтернету. Якщо раніше цією мережею користувалися переважно вчені, інженери та розробники комп'ютерного софту, то поширення зручного для простих користувачів «Навігатора» створило справді глобальний «кіберпростір», як його тоді називали. Я теж колись починав свій web-серфінг і пізнання Інтернету з «Навігатора», і він залишив приємні спогади, хоча незабаром його змінили інші, досконаліші браузери.

У перший день після розміщення акцій Netscape їхня ціна зросла з 28 доларів до 71 долара, здивувавши цим інвесторів. Бажаючих купити ці папери було так багато, що в банку Morgan Stanley телефони дзвонили безупинно, і для роботи із замовленнями на акції довелося встановити окрему гарячу лінію. Зростання цін акцій тривало, і до листопада того року за капіталізацією Netscape випередила деякі великі компанії (зокрема Delta Airlines), не кажучи вже про дрібні, а засновник Netscape Джим Кларк став першим інтернет-мільярдером.

³⁴² Історію створення Всесвітньої мережі він описує у своїй книзі: Berners-Lee T. Weaving the Web: Origins and Future of the World Wide Web / T. Berners-Lee. — N. Y.: Texere Publishing, 1999.

Уже за кілька місяців після появи нового програмного продукту Netscape вважали визнаним лідером.

Почався загальний ажіотаж навколо паперів інших компаній, пов'язаних з інформаційними технологіями, ще більше розігрівуючи без того активний ринок акцій. Обсяги продажів нової операційної системи Windows 95 компанії Microsoft за один тільки перший день досягли 700 млн доларів — попит був просто ажіотажним. Незабаром у більшості офісних працівників з'явилися персональні комп'ютери, а перші вебдизайнери не могли впоратися з потоком замовлень на створення сайтів. Індекс Доу-Джонса перевищив 4000, а потім і 5000 пунктів, і за 1995 рік зріс більш ніж на 30 %. Ще більше, на 40 %, піднявся індекс біржі NASDAQ, орієнтованої на високо-технологічні компанії. Зростання тривало і в 1996 році.

Технологічний бум середини дев'яностих, швидко виникнення, підйом і зникнення різних інтернет-компаній мимоволі нагадує про стару ідею «творчого руйнування» Шумпетера. Хоча справа навіть не в Шумпетері. «Старе йде, а нове приходить» — каже давня китайська мудрість. Так було завжди, і так завжди буде. У Кремнієвій долині швидко з'являлися й зникали нові компанії, деякі з яких потім прославилися. У травні 1995 року Білл Гейтс поширив серед співробітників Microsoft своє есе «Припливна хвиля Інтернету» (The Internet Tidal Wave), порівнюючи масове використання Мережі з тією революцією, яку спричинила поява персональних комп'ютерів. На тій, першій припливній хвилі піднявся Microsoft. А ті компанії, які не зможуть пристосуватися до нової «припливної хвилі Інтернету», за словами Гейтса, не витримають конкурентної боротьби і будуть витіснені з ринку³⁴³.

Справді, поширення Інтернету створило принципово нові можливості для збирання і поширення інформації, що тільки прискорювало «творче руйнування», спричиняючи переміщення капіталів у найбільш конкурентоспроможні компанії. Типовим прикладом цього є різні долі General Motors і Google. General Motors, знаменита велика корпорація індустріальної епохи, у листопаді 2005 р. оголосила про плани скоротити 30 тисяч співробітників і закрити 12 заводів. Її прибутки падали почасти через те, що вона спрямувала мільярди

³⁴³ May 26, 1995: Gates, Microsoft Jump on "Internet Tidal Wave" // Wired. — 1995. — May 26. — <http://www.wired.com>

доларів на фінансування майбутніх пенсій для персоналу, а не на інноваційні розробки. До речі, ці капітали General Motors інвестувала через свій пенсійний фонд прибуткові фінансові інструменти, зокрема в акції Google — однієї з найбільших та успішних інтернет-компаній³⁴⁴.

Зростання доступності інформаційних технологій стало характерною рисою 1990-х років, і це стосувалося насамперед вартості послуг. Після того як масово поширилися персональні комп'ютери, а потім Інтернет, розмови телефоном можна було замінити листуванням електронною поштою (яка сама по собі нічого не коштувала), на початку 2000-х — за допомогою Скайпу (а потім інших відомих месенджерів). На початку 1990-х мобільні телефони коштували більше тисячі доларів, їх могли собі дозволити тільки заможні люди. Наприкінці 1990-х ними вже широко користувалися студенти; купити телефон могли більшість жителів розвинених країн.

Зниження вартості зв'язку прискорювало глобальну економічну інтеграцію, а також зменшувало вартість фінансових операцій. До того ж проводити ці операції між будь-якими країнами й континентами тепер стало майже так само легко, як і всередині своєї країни. Зростання доступності інформації (зокрема фінансової) призвело до того, що на зміну золотому стандарту початку XX століття прийшов «інформаційний стандарт», у чомусь набагато надійніший, ніж золотий. Адже будь-яку фінансову інформацію ставало легше отримати, а головне — перевірити.

Поява електронного трейдингу

Масове поширення Інтернету створило справді радикальну інновацію на ринку цінних паперів — електронний трейдинг. Він надав можливість за допомогою підключеного до гло-

³⁴⁴ Першу емісію акцій Google провели 19 серпня 2004 р. на біржі NASDAQ з ціною 85 доларів за акцію, від їхнього розміщення було отримано 1,2 млрд доларів. Ці акції стали швидко зростати, і тільки за один 2005 рік капіталізація Google збільшилася втричі й досягла 800 млн доларів. Через перспективи подальшого зростання завдяки попиту інвесторів, ціна на акції швидко піднялася, і до кінця 2005 р. вона в 11 разів перевищувала ринкову вартість акцій General Motors. А за 10 років акції Google зросли на 1294 %. Інвестор, що вклав у ці папери в 2004 році 10 тис. доларів, через десять років міг би одержати за них 139 458 доларів.

бальної Мережі комп'ютера не тільки отримувати найсвіжішу біржову інформацію, а й швидко проводити операції з купівлі та продажу цінних паперів, що набагато важливіше, ніж сама по собі інформація. Електронний трейдинг скоротив і час на проведення операцій, і витрати на них. Місце перебування трейдера втратило значення — він вже не обов'язково мав бути присутнім на біржі або в офісі компанії, а міг проводити операції зі свого будинку. У 1990-х роках електронний трейдинг тільки почав зароджуватися, щоб потім розкрити свої можливості в наступному десятилітті.

Ще в першій половині 1990-х років на багатьох біржах операції проводилися, як і сто років тому — у торговельному залі, або «ямі», як казали біржовики. Там трейдери юрбилися, викрикуючи замовлення або подаючи знаки руками. Ті, хто міг проштовхнутися ближче, голосніше крикнути або вище підняти руку, одержували вигідніші угоди. Тому кращих результатів часто досягали сильні молоді чоловіки, пов'язані зі спортом. Багато хто з них не мав жодної фінансової освіти — вона їм була ні до чого, а успіх залежав від здатності відчувати настрої ринку.

У брокерських компаніях операції проводилися за допомогою телефону, хоча там уже з'явилися комп'ютери, на екранах яких можна було бачити свіжі котирування паперів. «Брокерський зал був просторим, приблизно п'ятдесят на сімдесят футів. Обстановка просто пригнічувала: усі ці письмові столи, телефони, комп'ютерні монітори — і нахабні яппі». Перед початком робочого дня вони «сиділи без піджаків, розвалившись у своїх кріслах, читали “Уолл-Стріт джорнел” і насолоджувалися своїм становищем». А потім у залі пролунав голосний дзвінок, що оголосив про відкриття ринку. «Через декілька хвилин усі, хто був у залі, почали нервово ходити, жестикулюючи; вони щось кричали в слухавки, тому в приміщенні стояло дике ревіння. Я вперше почув ревіння брокерського залу Уолл-стріт, найбільше схоже на ревіння величезної юрби. Я ніколи не забуду той момент, адже цей звук повністю змінив моє життя»³⁴⁵.

Усе змінилося з появою електронної торгівлі, столицею якої в 1990-х на деякий час став Лондон. Відчувши вітер змін, у лондонському Сіті збиралися з усього світу фінансові

³⁴⁵ Белфорт Д. Волк с Уолл-Стрит / Д. Белфорт. — М.: Аст, 2016. — С. 5.

авантюристи під впливом споконвічної мрії швидко розбагатіти. Біржові «ями» порожніли, а міцні спортивні хлопці з гучними голосами переміщувалися в нові трейдингові компанії (такі як лондонська Macfutures та інші), де їм надавали місце біля комп'ютера. Костюми стали не потрібні, і трейдери з полегшенням зняли краватки, перейшовши на спортивний одяг. Крики у слухавки теж пішли в минуле — усе відбувалося мовчки, перед комп'ютерами, де сиділи хлопці, занурені в споглядання рядків цифр з котируваннями, що бігли на екранах. Тепер трейдери вже не були посередниками (посередником у здійсненні операцій стали комп'ютери), і вони робили угоди на свій страх і ризик, відкривши для себе нову азартну гру — глобальне казино. Адже саме таким казино став ринок цінних паперів з появою електронного трейдингу.

Нік Лісон

Одним зі знаменитих трейдерів того часу був двадцятивосьмирічний Нік Лісон з банку Barings, який прославився тим, що довів до банкрутства цей банк, один із найстаріших в Англії. Його взяли туди у 1989 році (до цього Лісон працював у декілька інших англійських банках), і за три роки він непогано проявив себе у відділеннях Barings в Гонконгу й Джакарті. У 1992 році Лісона перевели в сингапурське відділення, де він став управляючим операціями з деривативами на Сингапурській міжнародній валютній біржі (Singapore International Monetary Exchange, SIMEX). Оскільки раніше Нік добре зарекомендував себе, йому дозволили самостійно займатися трейдингом з використанням капіталів банку.

Лісон і невелика група трейдерів, якими він керував, проводили операції з ф'ючерсами та опціонами за дорученням клієнтів банку, а також арбітражні угоди з ф'ючерсами на індекс Nikkei 225, використовуючи різницю їхнього курсу на сингапурській біржі SIMEX і на біржі японського міста Осака. Вважалося, що ризик у таких арбітражних угодах невеликий, і тому операції Лісона практично не контролювалися. До того ж у 1994 році вони дали банку 30 % його прибутку.

Проблеми почалися, коли один із трейдерів Лісона припустився помилки, і щоб не визнавати втрати, Нік відкрив

спеціальний рахунок, на якому став приховувати збитки. Наприкінці 1992 року вони досягли 2 млн фунтів, наприкінці 1994 р. — 208 млн фунтів. Оскільки втрати приховувалися, Лісон і його трейдери нібито мали високу прибутковість своїх операцій. Відступати вже було пізно, і вся надія була тільки на те, що колись завдяки успішним угодам збитки можна буде покрити, не привертаючи уваги, а рахунок потім ліквідувати.

Останньою його операцією стала велика угода з опціонами на індекс Nikkei 225. Позиція Лісона досягла 7 млрд доларів, і якби все йшло за планом (а зазвичай коливання індексу Nikkei 225 були дуже незначні), він міг би отримати великий прибуток і непомітно покрити всі втрати. Але «щасливчкови Ніку» не повезло — 17 січня 1995 року сильний землетрус зруйнував частину японського міста Кобе, загинуло 6,5 тис. осіб, після чого індекс Nikkei 225 за тиждень упав на 7%. У Лісона назрівали великі проблеми, і він пішов на зовсім ризикований крок, ще більше збільшуючи свою позицію — став активно скуповувати ф'ючерси на індекс Nikkei 225, щоб у такий спосіб створити видимість попиту на них і зупинити падіння цього індексу. Але гра виявилася невдалою — індекс продовжував падати, а збитки Лісона зростати.

Потім керівництво банку казало, що нічого не знало про афери сингапурської філії, однак усі операції Лісона були зареєстровані, тому топменеджери банку легко могли отримати доступ до інформації щодо них, зокрема до даних про зростання збитків. Мабуть, на гру Лісона закривали очі, сподіваючись, що він якось викрутиться. «Начальство Лісона вважало, що він заробляє гроші на безпечних арбітражних операціях» і можна ні про що не турбуватися, тому що «він уже успішно робив це в минулому»³⁴⁶. Сам Лісон казав, що в керівників банку, які пишалися аристократичним походженням, «було надто багато блакитної крові в голові, і вона заважала їм побачити очевидне шахрайство» з його боку. Вони «боялися показати, що нічого не розуміють у ф'ючерсах і опціонах, і тому уникали ставити мені елементарні питання»³⁴⁷. А 24 лютого, розуміючи, що гра кінчена, Лісон терміново звільнився, залишивши після себе збитки на 1,3 млрд дола-

³⁴⁶ Norris F. Market Watch; Is It Now Time For Gun Control On Wall Street? / F. Norris // The New York Times. — 1995. — March 5.

³⁴⁷ Norris F. Upper-Class Twits Made Me Do It / F. Norris // The New York Times. — 1996. — March 31.

рів (що вдвічі перевищувало капітал банку) і записку з одним словом «Вибачте». Через три дні банк збанкрутував, і його купила за символічну суму 1 фунт нідерландська фінансова група ING.

Що змушувало Ніка йти на ці афери? Імовірно, причина була суто психологічною — бажання за будь-яку ціну не показати, що удача зрадила трейдера. Так з'явився фіктивний рахунок для приховування втрат, а збитки стали зростати. Очевидно, з цієї причини (принаймні саме так вважає Террі Бернхем), коли ринок явно пішов униз, Лісон замість того, щоб хоча б тоді визнати збитки й позбутися не вигідної позиції, завзято її збільшував, що й призвело до краху³⁴⁸.

Лісон розумів, що за законами Сінгапуру за відкриття фіктивного рахунку для приховування збитків його могли засудити до смертної кари, і якщо справа дійде до суду й в'язниці, то нехай це краще буде в Англії. Він із дружиною виїхав із Сінгапуру в Таїланд, а звідти на декілька днів у Малайзію, щоб відсвяткувати свій день народження (міцні нерви в хлопця — у такій ситуації він святкує свій день народження!). Заарештували його в аеропорту Франкфурта на шляху до Лондону і вислали назад у Сінгапур, де його засудили на шість з половиною років. У в'язниці йому довелося провести чотири роки, поки він не захворів на рак. На той час Лісон уже був знаменитий, про нього писали всі газети, і сінгапурська влада, опікуючись своїм престижем, оплатила його лікування та звільнила достроково.

Історія Лісона обростала легендами — усі говорили про його неймовірні доходи в Сінгапурі, про величезну квартиру, яку банк оплачував як службове житло, про розкішний «Порше» і приватну яхту, на якій він, за чутками, втік до Таїланду. Чутки про яхту й дорогу машину виявилися вигадкою — у Ніка не було ані яхти, ані «Порше», а за квартиру банк платив близько 4 тисяч доларів на місяць, що для дорогого Сінгапуру ціна звичайна. А от його комісійні були справді чималими — загалом близько чотирьох мільйонів доларів, плюс зарплата за час роботи в банку, 320 тисяч доларів. Хоча... якщо порівняти це з доходами трейдерів наступного десяти-

³⁴⁸ Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. — М.: Эксмо, 2008. — С. 53.

тиліття, які заробляли по мільйону на місяць, успіхи Лісона здаються скромними.

Потім знаменитий Нік Лісон роз'їжджав світом і читав лекції на тему «Не потрібно робити так, як я», на яких непогано заробляв, як кажуть — по мільйону на рік (адже квитки на лекції коштували по 500 доларів). А його книга «Rogue Trader», написана у в'язниці (перше видання вийшло в 1996 році), була видана в російському перекладі³⁴⁹.

Спекулятивний пузир на ринку акцій

У 1996 р. у США зростання ВВП досягло 6% за рік (тоді нормою вважалися 2,5%) і були всі ознаки буму. А в жовтні 1996 р. індекс Доу-Джонса перевищив 6000 пунктів. Індивідуальні інвестори масово вкладали свої пенсійні заощадження в акції — цей ринок зростав найшвидше. Крім основної причини буму на ринку акцій — радикальних інновацій в інформаційних технологіях — підйом посилювало сприятливе поєднання кількох економічних (та й не тільки економічних) обставин: швидкого підвищення продуктивності праці, очікування подальшого зростання прибутковості акцій з боку інвесторів, дерегуляції ринків і послаблення корпоративного контролю, а також доступність кредитів. Хоча часто пишуть, що кожний бум на ринку цінних паперів унікальний і неповторний, як і будь-який крах (із цим важко не погодитися), бум 1990-х дуже нагадував бум у 1920-х роках.

Збільшення обсягів ринку акцій справді вражало. У 1990 р. він становив 60% ВВП, а у 1996 році капіталізація американського ринку акцій досягла 120% ВВП і становила 9,5 трлн доларів. Такий бум на ринку акцій сприяв загальному економічному підйому, але не міг не турбувати — у пам'яті ще була недавня історія японського колапсу 1990 року. Настільки висока капіталізація американського ринку акцій свідчила

³⁴⁹ Лісон Н. Как я обанкротил «Бэрингз». Признания трейдера-мошенника / Н. Лисон. — М.: Кейс, 2011.

про наявність спекулятивного пузиря. А підвищення цін акцій відображало нереалістичні очікування інвесторів, надмірно захоплених новими технологічними досягненнями постіндустріальної епохи. Багато хто називав оптимізм інвесторів ірраціональним, а Роберт Шиллер навіть написав про це книгу³⁵⁰.

Тим часом пузир продовжував надуватися, а «бичачі» настрої не слабшали. На початку лютого 1997 р. індекс Доу-Джонса наблизився до 7000 пунктів, але економіка залишалася стабільною. Щоб загальмувати роздування пузиря, ФРС 25 березня підвищила ставку з 5,25 % до 5,5 %. Після цього індекс Доу-Джонса впав майже на 500 пунктів (близько 7 %), але це тривало недовго й незабаром ринок піднявся на 10 %, а індекс Доу-Джонса досяг 7800 пунктів. «Наприкінці 1990-х років в економіці спостерігався такий підйом, що ранком, дивлячись у дзеркало, доводилося говорити собі: “Не забувай, що все це тимчасово. Не цього потрібно очікувати від нашого світу”... Адже історія неодноразово показувала, що такі підйоми не можуть бути вічними»³⁵¹.

Плоди зростання відчували всі: з 1993 по 2000 р. реальний річний дохід середньої американської родини став більше на 8000 доларів. Настрій у суспільстві повністю змінився — розчарування і песимізм 1980-х років пішли в минуле, їх замінила впевненість у майбутньому. У той час як Європа разом з Японією сповзали в економічну депресію, Америка притягувала до себе емігрантів із усього світу — особливо американські університети та ІТ-компанії з каліфорнійської Кремнієвої долини.

У ці роки вже мало кого цікавило консервативне довготермінове інвестування — усіх приваблювали короткотермінові спекулятивні операції, які обіцяли прибуток просто зараз. За словами Джона Богла, «у 1951 році, коли я починав свою кар'єру, довготермінове інвестування вважалося священним... Однак за останні декілька десятиліть сама природа фінансового сектору... змінилася, і не в кращий бік. Культура

³⁵⁰ Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. — М.: Альпина Паблишер, 2013.

³⁵¹ «Але цей економічний бум тривав довше, ніж можна було припустити. Протягом 1990-х років економіка зростала більше ніж на 4 % за рік... приріст американської економіки становив приблизно 400 млрд доларів за рік. Стільки “важила” уся економіка колишнього СРСР» (Гринспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 185).

короткотермінових спекуляцій швидко поширилася, підмінюючи собою культуру довготермінового інвестування»³⁵². Хоча ці дві культури існували на фінансових ринках протягом усієї їхньої історії, в 1990-х роках короткотермінові спекуляції справді почали витіснити стратегії довготермінового інвестування. Наслідком цього стала поява складних екзотичних фінансових інструментів, характерних для цього десятиліття, і збільшення кількості операцій з деривативами.

Профіцит бюджету

Підйом 1990-х у США призвів до профіциту державного бюджету, який виник з 1998 р. Дефіцит, що досягав у 1992 р. 300 млрд доларів, постійно скорочувався протягом наступних п'яти років завдяки вдалому поєднанню бюджетного консерватизму і економічного зростання. За прогнозами, профіцит очікувався чималий — з 1998 по 2008 р. він міг би досягти 660 млрд доларів (за іншими оцінками — 1,1 трлн доларів). Представники демократичної партії пропонували спрямувати його на соціальні програми, республіканської партії — на зниження податків.

А тим часом профіцит продовжував зростати — з 70 млрд доларів у 1998 р. до 124 млрд у 1999 р. і 237 млрд у 2000 році. Президент хотів зарезервувати його, щоб використати на соціальні потреби, але президентський термін Клінтона закінчувався, а скандал щодо його любовного зв'язку (реального чи вигаданого політичними супротивниками) з Монікою Левінські створив непотрібну суєту і дискредитував Клінтона, як і багато його позитивних задумів.

Якщо згадати неконструктивну політику Джорджа Буша, який в 2001 році став президентом після Білла Клінтона, то розумієш, що Клінтон був не найгіршим американським президентом, а історія з Монікою Левінські суті справи взагалі не стосується.

³⁵² Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. — С. 17.

Кризи країн, що розвиваються

«Азійський вірус»

Наприкінці 1990-х, коли Захід був на підйомі, у країни з ринками, що розвиваються (переважно в Азії та Латинській Америці) пішли потоки іноземних капіталів — в основному американських. У більшості цих країн національна валюта була прив'язана до долара за фіксованим курсом, що мало забезпечувати захист американських та інших іноземних інвесторів від валютного ризику. Всі вважали, що оскільки в цих країнах проводиться консервативна фінансова політика, курси валют стабільні, а економіка демонструє високі темпи зростання разом із так само швидким нагромадженням заощаджень. Тому виникнення криз можна не боятися. До того ж у багатьох країнах Азії, Латинської Америки та Східної Європи відбувся перехід від авторитарних режимів до демократичних. Здавалося, що тепер вони наблизяться до західного світу.

Але насправді прив'язка національних валют до долара виявилася слабким місцем, тим більше що вона була формальною та не означала стабільність національних валют. На практиці позичальники із країн, що розвиваються, пішли простим і банальним шляхом — вони конвертували отримані доларові кредити в національну валюту, а потім почали видавати позики усередині власних країн під більший відсоток з метою особистого збагачення. Розрахунок був на те, що після погашення внутрішніх кредитів вони одержать свій прибуток, причому чималий, а потім конвертують національну валюту в долари за фіксованим курсом і повернуть зовнішні доларові кредити. Однак незабаром стало зрозуміло, що національні банки не можуть довго утримувати фіксований курс валюти, і тому вони швидко витратили свої доларові резерви.

У 1994 р. фінансова криза почалася в Мексиці³⁵³, а в другій половині 1990-х років серія криз охопила країни Азії, діставши назву «азійського вірусу». Кризи були системно пов'я-

³⁵³ Ця криза стала продовженням боргової кризи 1980-х років — в історії вона залишилася з назвою Tequila crisis.

зані між собою, що було незвичним явищем. В основі цього зв'язку були японські капітали, виведені за межі Японії після початку тривалого спаду. Коли в 1990-х роках у світі виникла справжня епідемія спекулятивних пузирів, вона поширювалася з Японії через Південно-Східну Азію до США. Почався цей послідовний ряд подій зі знаменитого буму в Японії на ринках нерухомості й цінних паперів у другій половині 1980-х років, спричиненого швидкими темпами економічного зростання і величезними вільними капіталами — накопиченими заощадженнями³⁵⁴.

Після японської фінансової кризи, коли курс єни зріс, японські товари стали неконкурентоспроможними. Щоб знизити їхню собівартість, японські компанії вирішили перенести виробництво до Китаю та країн Південно-Східної Азії. Почалося перетікання капіталів з Японії в ці країни, що спричинило в другій половині 1990-х років спекулятивний бум у Таїланді, Малайзії, Індонезії та Гонконгу. Закінчився цей бум серією азійських криз. Розмови про чергове економічне диво в Східній Азії припинилися, і всі заговорили про проблемність «кумівського», кланового капіталізму (*crony capitalism*), який став причиною всіх цих криз.

Азійським кризам передували великі короткотермінові позики не тільки в єнах, але й у доларах. Іноземний капітал у великих обсягах надходив у Таїланд, Індонезію, Південну Корею й Малайзію, менше у Сінгапур, Гонконг і Філіппіни. Кризова хвиля почалася після того, як 2 липня 1997 р. відбувся обвал тайського бата, а під кінець року — і малайзійського рингіта, після чого в цих країнах фінансова криза переросла в глибокий спад. Потім кризова хвиля дійшла до Гонконгу, Філіппін, Сінгапуру та Індонезії. Як і в країнах Латинської Америки, кризі передувала лібералізація й дерегуляція фінансових ринків, яка супроводжувалася амбітними планами — малайзійську столицю Куала-Лумпур хотіли зробити основним фінансовим центром Азії.

³⁵⁴ У цей час на ринку нерухомості у Фінляндії, Норвегії та Швеції виник ще один спекулятивний пузир, також пов'язаний з японськими капіталами. Коли японські банківські регулювальні органи послабили обмеження на операції японських банків за кордоном, це збіглося з послабленням обмеження на обсяг іноземних кредитів у скандинавських країнах. Туди пішов потік японських капіталів у формі кредитів з боку японських банків, розташованих у Лондоні, Цюриху та різних офшорних центрах. Це призвело у північних країнах до швидкого зростання цін і на нерухомість, і на акції.

Незабаром загроза нависла над Південною Кореєю, що займала 11-те місце у світі за розміром економіки. Там також був послаблений контроль над коливаннями процентної ставки та за іноземними кредитами. Після цього діяльність корейських фінансово-промислових груп (чеболів) виявилася безконтрольною. Західні інвестори, зокрема взаємні фонди, розглядали Південну Корею (та й інші країни Південно-Східної Азії) як безпечне й вигідне місце для інвестування свого капіталу.

Однак у січні 1997 року південнокорейський чебол Hanbo оголосив себе банкрутом, потім проблеми почалися в компанії Sammi Steel і KIA Motors. Японські банки попередили ФРС США та МВФ, що становище фінансової системи Кореї нестабільне, тому вони можуть у будь-який момент припинити кредитування. Але всі сподівалися на те, що центральний банк Кореї має у своєму розпорядженні доларові резерви на 25 млрд, і це захистить країну від «азійського вірусу». У Кореї працювала та сама схема — уряд роздав доларові резерви у вигляді кредитів, і коли представники МВФ запитали в корейських банкірів, чому вони не викидають на ринок резерви, виявилось, що їх давно вже немає.

Фінансовий крах Кореї створив би надто багато проблем для світової економіки, тому МВФ довелося зібрати безпрецедентну за розмірами допомогу — 55 млрд доларів. Така допомога була поганим прикладом для інвесторів — ті вважали, що можуть і надалі вкладати капітали в економіку нестабільних країн, вірячи, що МВФ або уряд США у критичний момент неодмінно прийде їм на допомогу.

Російський дефолт

У серпні 1998 р. вірус дефолтів знову нагадав про себе, цього разу в Росії³⁵⁵. Поштовхом стало падіння цін на нафту до 11 доларів за барель. МВФ був готовий надати допомогу і виділив 23 млрд доларів, але російський уряд дав зрозуміти, що для

³⁵⁵ Історії ринку цінних паперів у Росії кінця XX — початку XXI ст. присвячена ґрунтовна книга Якова Міркіна (Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. — М.: Альпина Паблишер, 2002).

нього неприйнятні умови МВФ щодо проведення економічних реформ (хоча вони були звичайними в таких випадках). У відповідь на цю позицію МВФ вирішив не допомагати Росії та дозволив подіям розвиватися своїм шляхом. Це завершилося падінням курсу рубля і повномасштабною фінансовою кризою. «Об'єктивною причиною неплатоспроможності уряду РФ... стала негативна динаміка цін на всі експортні товари в 1997–1998 рр., зокрема на нафту», а також «азійська фінансова криза... і, як наслідок, скорочення обсягів грошових ресурсів, спрямованих міжнародними інвесторами на ринки цінних паперів, що формуються... зокрема в Росії»³⁵⁶.

За деякий час до обвалу рубля Джордж Сорос опублікував 13 серпня 1998 року в *Financial Times* лист, у якому заявив, що почалася завершальна стадія падіння російського фінансового ринку. Він також закликав до негайної девальвації рубля і його прив'язки до однієї зі світових валют (очевидно він мав на увазі долар). Ця заява багатьом нагадала його гру на зниження під час обвалу британського фунта в 1992 році. Тому слова Сороса цього разу також спричинили паніку. Почалися масові продажі російської валюти, що прискорило її падіння. У багатьох тоді виникла думка, що Сорос і цього разу мав мету збагатитися.

Незабаром у Росії запровадили мораторій на сплату боргів, і російські цінні папери майже повністю знецінилися. Сорос у той самий день повідомив пресу, що не веде гру на зниження російського рубля і не проводить операції з російськими паперами, але це тільки посилило підозри щодо нього. Преса, виправдовуючи Сороса, стверджувала, ніби він сам втратив 2 млрд доларів на російському дефолті. Однак люди, що працювали із Соросом, пізніше зізналися, що насправді його збитки були набагато меншими.

Мабуть, ми так і не довідаємося про справжню роль Сороса в російському дефолті. Хай там як, ця криза стала шоком для інвесторів, які вклали в Росію величезні капітали. У якийсь момент здавалося, що російський дефолт може спричинити загальносвітовий фінансовий крах. Багато хто вважав, що Захід неодмінно допоможе Росії хоча б тому, що в ній надто багато ядерної зброї. Але надії інвесторів не виправдалися.

³⁵⁶ Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — С. 280–281.

Мабуть, рішення МВФ не допомагати Росії було правильним для інтересів самого фонду. Але вийшло так, що з нього почалася послідовність подій, що змінили всю траєкторію розвитку ринкової економіки Росії. До 1998 року здавалося, що російська економіка може стати частиною загальносвітової, але потім вона почала більше відхилятися від цього шляху. На зміну ринковим принципам стали приходити інші, пов'язані із традиційним для Росії втручанням держави в економіку. Втім, навіть якби МВФ тоді надав допомогу, думаю, що Росія однаково пішла б тим шляхом, яким вона йде зараз, — надто сильними є в цій країні вплив багатотисячолітніх традицій³⁵⁷. А ядерні боеголовки там завжди були важливішими за економіку.

Російський дефолт мав набагато більший вплив на американський фінансовий ринок, ніж азіатські кризи. Насамперед через великі обсяги капіталів, інвестованих у російську економіку. Наприкінці серпня індекс Доу-Джонса впав більше ніж на 1000 пунктів (близько 12%), а банки обмежили видачу кредитів і підвищили за ними ставки. Усі боялися, що хвиля криз може стати тією останньою краплею, яка спричинить обвал на американському ринку й завершення семи років безперервного підйому. Можливо, російський дефолт справді наблизив кризу інтернет-компаній в 2000 році, але в 1998-му період зростання на американському ринку ще продовжувався, і він тривав до кінця 2000 року³⁵⁸.

Кризова хвиля докотилася навіть до Латинської Америки — наприкінці 1997 р. криза почалася в Бразилії (економіка якої була стабілізована завдяки екстреній допомозі МВФ), в 2000 р. в Аргентині, в 2002 р. в Уругваї. Здавалося, що кризовій хвилі не буде кінця, тому загроза глобальної рецесії стала більш реальною.

³⁵⁷ Детальніше про ці традиції: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи. — London: Xlibris, 2014 (зокрема, в розділі «Російський Амстердам»).

³⁵⁸ «Проблема Америки була не в тому, що її економіка ослабла, а в тому, що технологічна революція та стрімка глобалізація породили дисбаланс, який створював напругу в світових фінансових системах... США фізично не можуть залишатися оазисом процвітання в світі, в якому все сильніше проявляються негативні тенденції... Нам ніколи не отримати максимальної вигоди з технологічної революції, якщо інші держави теж не скористаються її результатами» (Гринспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 194).

Управління ризиками

Перші хедж-фонди

Спершу хедж-фонди створювали для хеджування³⁵⁹ ризиків, іншими словами, — щоб підстрахуватися від раптового спаду на ринку і зменшити ймовірність виникнення збитків. Перший хедж-фонд створив Альфред Уінслоу Джонс (1900–1988), американець австралійського походження, у минулому віцеконсул у Берліні, потім редактор журналу *Forbes*. Джонс запропонував просту, але революційну за новизною ідею — поєднати в одному портфелі довгі позиції за акціями з короткими. Короткий продаж падаючих акцій в очікуванні подальшого зниження їхньої ціни має супроводжуватися одночасним придбанням інших акцій зі збільшенням обох позицій за рахунок позикових коштів, щоб застрахуватися від ризику одержання збитків. Джонс вважав, що оскільки вгадати поведінку ринку неможливо, комбінований інвестиційний портфель дозволить отримувати прибуток і на зростаючому, і на падаючому ринку. Використання такої «спекулятивної технології», як він її називав, з відкриттям одночасно коротких і довгих позицій дозволить отримати прибуток і на стабільному ринку, і на нестабільному. Максимальною прибутковістю такого портфеля буде на ринку без чітко вираженого тренду, коли акції в довгій позиції зростають, а в короткій падають.

Нову схему винагороди управляючих хедж-фондів також винайшов Джонс. Якщо в пайових інвестиційних фондах комісія зазвичай становила 2 % від суми капіталу в управлінні (що було стимулом не стільки примножити капітал, скільки зберегти його), то в хедж-фондах винагорода становила 20 % від прибутку. Це стимулювало управляючих не тільки зберігати капітал, але й отримувати прибуток.

У 1949 році Джонс створив перший хедж-фонд, вклавши в нього 40 тис. доларів власних капіталів і 60 тис. — капіталів інвесторів. До середини 1960-х років успіх фонду

³⁵⁹ Від англ. hedge— «обмеження».

Джонса став очевидним. У 1961–1965 рр. його прибутковість випередила на 100 процентних пунктів популярний тоді взаємний фонд Fidelity Trend Fund. У Джонса з'явилося багато послідовників, і вже в 1967 році в США було 140 хедж-фондів.

Сама ідея управління ризиками була новою й багатообіцяючою — хто з інвесторів не хотів би позбутися їх у своїх капіталовкладеннях, або хоча б зменшити ці ризики? Спершу здавалося, що хедж-фонди справді можуть уникнути цієї проблеми. Але незабаром стало зрозуміло, що їхня назва умовна й часто має віддалене відношення до управління ризиками. Хедж-фонди виявилися тими самими інвестиційними фондами, але тільки для багатих клієнтів, які займаються спекулятивними операціями з підвищеним ризиком.

Хедж-фонди не мали права рекламувати свої послуги. Приймати вклади вони могли тільки від досвідчених інвесторів з доходом мінімум 200 тис. доларів за рік і капіталом не менше 1,5 млн доларів. Вважалося, що такі великі й можливі інвестори цих фондів можуть самі відповідати за свої дії та за можливі збитки. Тому діяльність хедж-фондів практично не регулювалася, і це відкрило найширший простір для спекуляцій. І фонди цим користувалися, беручи участь у різних небезпечних операціях і наповнюючи свої портфелі максимально прибутковими, але й ризикованими деривативами. Ніякого хеджування, тобто страхування ризиків, у більшості фондів уже не було — вони стали просто фондами високоприбуткових і високоризикованих інвестицій для багатих.

Багато управляючих хедж-фондів відійшли від початкової ідеї Джонса, що потрібно одночасно відкривати короткі та довгі позиції, і на зростаючих ринках захопилися довгими позиціями, агресивно використовуючи позиковий капітал. По суті, це були вже не хедж-фонди, а звичайні взаємні фонди, що набрали кредитів для фінансування операцій. Багато хто з них мали величезні збитки з початком спаду на ринку в 1968 р., інші збанкрутували під час нафтової кризи 1973 року. У 1984 році в США залишилося лише 68 хедж-фондів, які втратили популярність.

Джуліан Робертсон і хедж-фонд Tiger

Щоб здійснити прорив, потрібні були управляючі нового покоління. Ними стали в 1980-х Джуліан Робертсон, Майкл Стайнхардт, Джордж Сорос та інші. У 1986 році після статті в журналі *Forbes* усі заговорили про успіхи хедж-фонду *Tiger Management* Джуліана Робертсона, який показав у 1980–1986 роках неймовірну річну прибутковість — 43%. З 1980 по 1990 рік тисяча доларів, вкладена до фонду Робертсона, перетворилася на мільйон з урахуванням складних відсотків і після реінвестування прибутків. Не дуже відставав від нього Джордж Сорос — середньорічна прибутковість його фонду *Quantum* з 1969 по 2004 рік становила 30%. Хедж-фонди за прибутковістю явно випереджали кращі взаємні фонди — і *Vanguard*, і *Vindsor Fund*, і навіть знамениту компанію *Berkshire Hathaway* Уоррена Баффета.

У 1990-х роках фонд Робертсона процвітав і був на підйомі до самого початку XXI століття. На той час Робертсон (як і Сорос) відійшов від порівняно простої та зрозумілої первісної ідеї хедж-фонду з поєднанням в одному портфелі коротких і довгих позицій. Він зацікавився глобальним макроінвестуванням (*Global Macro*), заснованим на прогнозуванні подій у світовій економіці, таких як коливання цін на нафту або курсів основних валют. У разі вдалого прогнозу зроблені хедж-фондом мільярдні ставки давали величезні прибутки.

Однак на початку 2000-х років фонд Робертсона надто розрісся і став негнучким. Активи *Tiger* досягли 23 млрд у 1997 році, випередивши *Quantum* Сороса (20 млрд). Але оскільки місткість ринку акцій та інших цінних паперів має свої межі, Робертсону ставало все важче купувати великі пакети паперів так, щоб не впливати на їхню ціну, не кажучи вже про те, щоб підтримувати на потрібному рівні норму прибутку фонду. Це ще більше підштовхувало його до глобального макроінвестування на ринках валют або ф'ючерсів, що могло дати 20–30% за тиждень. Однією з найвідоміших його операцій стало відкриття великої короткої позиції по тайському бату в червні 1997 року. До кінця року валюта Таїланду впала в ціні на 30%, а Робертсон заробив мільярди. Можливо, його коротка позиція відіграла не останню роль в обвалі бата, що стало причиною кількох азійських криз.

У наступному 1998 році йому не так повезло. Почався пік буму інтернет-компаній, усі тільки й говорили про акції «доткомів», і більшість інвесторів намагалася позбутися паперів традиційних індустріальних корпорацій. Однак у портфелі Робертсона (як, втім, і в Сороса) у довгих позиціях переважали папери саме індустріальних компаній, курси яких знижувалися, а для зростаючих паперів «доткомів» він використовував короткі продажі, що вело до чималих збитків його фонду.

У надії покращити справи Робертсон зробив велику ставку на падіння єни та зростання долара, але й тут йому не пощастило — Центральний банк Японії почав активно підтримувати єну, тому збитки фонду досягли 2,1 млрд доларів. У 1999 році він втратив 19 %, у 2000 р. — 13 %. Що було далі, уявити неважко — інвестори почали масово залишати фонд, і його активи за півтора року в 1999–2000 рр. скоротилися з 23 до 6 млрд доларів. Незабаром Робертсон оголосив про ліквідацію фонду. «Ринки стали зовсім ірраціональними, тому найгірші папери тепер вважають кращими», — заявив він, усе кинув і виїхав до Австралії, щоб забути там про невдачі, займаючись дайвінгом на Великому Бар'єрному рифі³⁶⁰. І хоча пузир «доткомів» незабаром лопнув, це ніяк не виправдовує Робертсона. Адже він неправильно зрозумів тенденції ринку — в разі обрання іншої стратегії він міг ще рік-півтора заробляти мільярди, а напередодні краху «доткомів» спокійно закрити позиції та вийти із гри.

Втім, втрати в той час мав не тільки Робертсон, але й Сорос, і багато інших «макрофондів», після чого їхня частка скоротилася серед інших видів хедж-фондів уп'ятеро — від 71,3 % у 1990 р. до 14 % у 2004 році, коли знову стала переважати стратегія поєднання в одному портфелі коротких і довгих позицій³⁶¹. З початком занепаду глобальних макрофондів, на зміну їм прийшли хедж-фонди набагато меншого розміру, які працювали вже не у світовому масштабі, в окремих секторах економіки. Стало зрозуміло, що для хедж-фондів бути найбільшими — це не завжди добре.

³⁶⁰ Hakim D. Hedge Fund Industry Creates a Dinosaur: The Macro Manager / D. Hakim // The New York Times. — 2000. — May 6.

³⁶¹ Котиков В. Хедж-фонды: игра на рынке по новым правилам / В. Котиков, Д. Нэйл. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. — С. 37.

Із цих проблем фондів глобальних макроінвестицій висновки зробили не тільки управляючі фондів, але й інвестори. Управляючі стали обережніше ставитися до розміру хедж-фондів, стримуючи їхнє зростання, щоб вони не досягали таких розмірів, коли для підтримки прибутковості вже потрібно брати участь в надмірно ризикованих операціях. А інвестори зрозуміли, що ризик вкладення своїх капіталів у хедж-фонди можна помітно знизити за допомогою «фонду хедж-фондів». У такому разі капітали вкладалися не в один або два хедж-фонди, а в добре диверсифікований і підібраний досвідченими менеджерами портфель інвестицій у різних хедж-фондах³⁶².

Джордж Сорос і Quantum Fund

Мабуть, найлегендарнішою постаттю в історії хедж-фондів був Джордж Сорос, один із найбагатших людей світу³⁶³. «Я не підприємець, що створює компанії. Я — інвестор, який дає їм оцінку... і мої критичні оцінки стають рішеннями про придбання чи продаж»³⁶⁴, — казав він про себе. На відміну від Моргана або Рокфеллера, Сорос не був власником якоїсь промислової корпорації. Він одержував свій прибуток завдяки здатності мислити глобально і передбачати найменші рухи на фінансових ринках, а також маючи можливості залучати величезні капітали для своїх операцій. Так він став одним із найяскравіших символів фінансового капіталізму в найчистішому його вигляді.

³⁶² Звичайна кількість цих фондів була від 10 до 30. У «фонді хедж-фондів» принципово меншою стала мінімальна сума інвестицій — порядку 100 тис. доларів. До того ж інвестор звільнявся від непростого завдання вибору оптимального хедж-фонду — за нього це робили фахівці, що добре знають ринок. До 2004 року активи «фондів хедж-фондів» досягли 400 млрд доларів (35–40 % усіх активів хедж-фондів).

³⁶³ Мені він симпатичний своєю прихильністю ідеям відкритого суспільства та доброчинністю (гранти Фонду Сороса добре відомі в багатьох країнах). Адже він не зобов'язаний це робити, і багато мільярдирів не займаються нічим подібним. А Сорос чомусь робить усе це і витрачає значну частину свого особистого багатства на просування ідеї відкритого суспільства. Щодо цього його діяльність, мабуть, безпрецедентна.

³⁶⁴ Слейтер Р. Джордж Сорос: життя, ідеї і сила величайшого інвестора в мирі / Р. Слейтер. — М.: Ексмо, 2010. — С. 24.

Джордж Сорос згадував, що сильний вплив на його формування як особистості мали роки німецької окупації Угорщини, коли над ним і родиною нависла загроза депортації як євреїв, а може, навіть і смерті. «На щастя, мій батько був підготовлений до такого розвитку подій: під час революції в Росії йому довелося жити в Сибіру³⁶⁵, і це змінило його... Повернувся він іншою людиною... Він втратив свої амбіції, хотів лише насолоджуватися самим процесом життя», виховавши у своїх дітях цінності, «які сильно відрізнялися від звичних у нашому оточенні. Йому не хотілося розбагатіти або мати якесь впливове місце в суспільстві», і він працював «не більше, ніж було потрібно для того, щоб звести кінці з кінцями... Ми були помірковано процвітаючою, але не типовою буржуазною родиною, і пишалися тим, що не такі, як усі»³⁶⁶.

Після війни Джордж вирішив побачити світ і хотів потрапити або в Москву, щоб зрозуміти, що таке радянський комунізм, або в Лондон. Можна тільки здогадуватися, ким би став Сорос, якби поїхав на навчання в Радянський Союз. Зрозуміло лише те, що в нього була б зовсім інша доля, і пропагандистом ідеї відкритого суспільства він би не був. Батько переконував його не їхати в Москву, і у вересні 1947 року юнак із труднощами дістався Лондону, де хотів здобути економічну освіту. Життя в післявоєнній Англії виявилось нелегким для молодого угорського емігранта. У нього не було ані грошей, ані друзів, і незабаром він став почуватися там чужинцем. Гріла тільки надія, що його приймуть до Лондонської школи економіки. У той час Джорджу до рук потрапила книга Карла Поппера «Відкрите суспільство і його вороги», і вона мала сильний вплив на формування системи цінностей і подальшу його долю. Поппер добре розумів, що такі репресивні системи, як комунізм і нацизм, по суті мало відрізняються. Він протиставляв їм демократичне відкрите суспільство. На Сороса,

³⁶⁵ З початком Першої світової війни він добровольцем пішов на фронт, потрапив у полон і опинився далеко за Уралом, у тайзі. У таборі він організував втечу, вирішив побудувати пліт і плисти до океану — відчайдушне рішення, адже Тівадар Сорос не знав, що сибірські ріки впадають не в Тихий, а в Північний Льодовитий океан. Йому довелося пережити в Росії безліч пригод, особливо коли там відбулася революція.

³⁶⁶ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 36–37.

який нещодавно пережив і нацистську, і радянську окупацію, ці ідеї справили сильне враження.

Свою професійну діяльність він почав у 1953 році в одному з банків Лондону, пізнаючи на практиці принципи арбітражу, щоб отримувати прибуток на невеликій різниці в цінах паперів на різних ринках. У 1956 р. Джордж переселився до США, де займався європейськими цінними паперами як аналітик і трейдер. Коли президент Дж. Кеннеді запровадив у 1963 р. зрівняльний дохід на процентні прибутки (interest equalization tax), що на практиці означало 15 % податок на операції з іноземними цінними паперами, Сорос став займатися американськими акціями — спершу як аналітик, а потім вже як управляючий одного з перших хедж-фондів.

Цей фонд, заснований у 1969 році з назвою Double Eagle Fund³⁶⁷ і зареєстрований на карибському острові Кюрасао, був офшорним фондом, доступним для інвесторів, що не є громадянами США. Потім фонд був перейменований на Quantum Fund. Назва дуже символічна — тоді «квантитативні фонди» (вони ж «кванти») використовували методи квантитативного, тобто кількісного аналізу³⁶⁸, застосовуючи комп'ютерні програми для аналізу коливання цін однакових паперів на різних ринках (наприклад, у Лондоні та Нью-Йорку).

Саме Сорос був одним із головних авторів стратегії глобального макроінвестування (Global Macro), коли менеджер хедж-фонду міг обирати будь-які світові ринки та будь-які інструменти на них. Головне — правильно спрогнозувати події і передбачити перетікання капіталів з одного ринку на інший, на чому можна отримати прибуток. Саме так у 1989 році один із менеджерів Сороса, Стенлі Дракенміллер, вклав 2 млрд доларів у зростання німецької марки. Розрахунок був правильним — після падіння Берлінської стіни в Західній Німеччині зріс дефіцит бюджету через додаткові витрати на відновлення

³⁶⁷ Важко сказати, чому Джордж Сорос назвав свій фонд на честь двоглавого орла, символу Російської імперії.

³⁶⁸ Квантитативний аналіз на фінансових ринках заснований на застосуванні методів прикладної математики й статистики для оцінки активів та ухвалення інвестиційних рішень. Особливо часто він використовується при операціях із деривативами. Квантитативний аналіз може сприяти великим прибуткам, якщо вдається розпізнати правильний тренд. Але він пов'язаний із великими ризиками, які виникають, коли на різних ринках працюють фонди, що користуються схожими програмами й методами квантитативного аналізу, і починають одночасно продавати ті самі акції, створюючи паніку.

Східної Німеччини, а Бундесбанк (центральный банк Німеччини) підняв процентні ставки, щоб контролювати інфляцію. Ця операція стала однією з найуспішніших в історії фонду.

Дракенміллер згадував, як до нього в кабінет зайшов Сорос і запитав, яка його коротка позиція щодо долара проти німецької марки. Дракенміллер відповів, що один мільярд доларів. «І ти називаєш це позицією?» — невдоволено запитав Сорос, порадивши збільшити позицію як мінімум до 2 мільярдів. Він так і зробив, і ця операція принесла чималий прибуток. «Сорос навчив мене, що коли ти впевнений в угоді, потрібно вкладати в неї все... Потрібна мужність, щоб не закривати прибуткову позицію при величезному левериджі», тому що, як говорив Сорос, «якщо ти правий, то позиція не буває надто великою»³⁶⁹.

Найвідомішим прикладом глобального макроінвестування стали масштабні маніпуляції Сороса з курсом британського фунта в середині 1992 р., які обіцяли велику вигоду. У 1990 р. Велика Британія приєдналася до європейського механізму регулювання валютних курсів (Exchange Rate Mechanism, ERM), який був проміжним кроком на шляху створення європейської валюти. Під час рецесії в британській економіці це створило великі проблеми, і стала називати валютна криза.

І тоді Сорос вирішив її прискорити, граючи на зниження британського фунта. Його фонд узяв кредити на 10 млрд фунтів, а потім довів цю суму до 15 млрд, після чого почав конвертувати фунти в німецькі марки (курс фунта тоді був прив'язаний до курсу марки). Так Сорос створив собі довгі позиції в марках, граючи на підвищення їхнього курсу, і короткі позиції у фунтах. Після цього він розпочав пропагандистську кампанію, розповідаючи у різних інтерв'ю про те, що всюди йдуть короткі продажі фунтів і що британська валюта скоро буде девальвована. Такий метод давно вже був відомий в біржовій грі: якщо постійно говорити про те, що певні папери скоро знизяться в ціні, почнеться занепокоєння, інвестори про всяк випадок стануть позбуватися від цих паперів, а їхній курс знижувався. Сорос хотів, щоб саме так відбулося з фунтом, і його розрахунки виправдалися.

³⁶⁹ Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 281.

У серпні 1992 р. за два-три тижні британський уряд витратив майже 50 млрд доларів, щоб утримати фунт від падіння, але це так і не вдалося зробити. У середині вересня довелося підвищити процентні ставки, що тільки посилювало невдоволення в суспільстві й політичну напруженість. А через декілька днів Англія проголосила вільний змінний курс фунта. За рахунок його падіння на 19 % стосовно марки в «чорну середу» 16 вересня 1992 року Сорос заробив мільярд доларів за один день, назвавши його «білою серединою». І хоча його роль у цьому часто перебільшують, мільярдер набув славу найзнаменитішого спекулянта всіх часів і людини, яка перемогла Банк Англії. Схожу гру в цей час вели не тільки Сорос, а й інші великі валютні спекулянти, але, мабуть, настільки величезною сумою ризикував один тільки Сорос.

Чи міг зберегтися незмінним курс фунта, якби Сорос взагалі не брав участі у цій грі? Мабуть, ні. Тиск на фунт зростав ще до того, і багато хто передбачав неминучий вихід Великої Британії з ERM незалежно від дій Сороса, хоча він справді прискорив цей процес. Для уряду прем'єр-міністра Джона Мейджора це був, звісно, шок. Але для британської економіки зниження курсу фунта мало позитивний ефект. Фінансової кризи не було, і після того як фунт стабілізувався на рівні на 15 % нижче колишнього курсу, більше не потрібно було витрачати значні суми на його штучну підтримку. Процентні ставки знизилися, що в наступні декілька років спричинило загальне пожвавлення економіки, зокрема зменшення безробіття. Тому чутки про змову міжнародних валютних спекулянтів на чолі із Соросом не мали особливої популярності в Англії.

З 1992 по 1998 рік справи в Quantum Fund йшли добре — його сукупний прибуток за цей час становив 400 %. Але з кінця 1990-х років для Сороса, так само як і для Робертсона, почалася смуга невдач. Спершу Джордж Сорос зазнав збитків під час кризи 1998 року в Росії (він володів там 25 % акцій компанії «Связьинвест»), втративши, за різними оцінками, від 1 до 2 млрд доларів. Потім під час буму «доткомів» Сорос повторив помилку Робертсона і став займатися короткими продажами акцій інтернет-компаній, вважаючи, що ці переоцінені папери скоро почнуть падати. Однак бум

тривав і папери не падали. Сорос втратив 700 млн доларів, а декілька провідних аналітиків пішли з його фонду³⁷⁰.

Тоді він вирішив надолужити згаяне і став відкривати за цими паперами довгі позиції, але час для цього вже був невдалим. Через кілька місяців настав крах «доткомів», створивши для хедж-фонду Сороса збитки на 3 млрд доларів. Після цього він вирішив відійти від активного інвестування, і почав фінансувати свою доброчинну діяльність, пропагуючи ідеї «відкритого суспільства».

Уоррен Баффет — «провидець із Омахи»

Кажучи про Джорджа Сороса, мимоволі хочеться порівняти його історію зі знаменитим інвестором Уорреном Баффетом (його капітали у грудні 2017 року оцінювали в 79 млрд доларів). Баффет прославився не тільки багатством, але й своєю успішністю: його компанія постійно зростала, а більшість інвестицій виявлялися прибутковими. Шлях Баффета був зовсім не таким, як у Сороса. І його компанія Berkshire Hathaway, розташована в місті Омаха (штат Небраска) — це не хедж-фонд, а холдинг, який управляє великою кількістю інших фірм. Спеціалізується він на пошуку недооцінених активів і поглинанні інших компаній³⁷¹.

Народився Уоррен Баффет 30 серпня 1930 року в місті Омаха, штат Небраска, у родині біржового брокера Говарда Баффета, який став потім політиком. У 1947 році батько переміг на виборах у Конгрес, і родина переселилася у Вашингтон. Говард дуже вплинув на формування Уоррена як особистості — у домашньому кабінеті Баффета, над його кріслом висить на стіні величезний портрет батька, який зустрічає

³⁷⁰ Oppel R. Soros Names Executive for Fund Family / R. Oppel // The New York Times. — 1999. — Aug. 11.

³⁷¹ У 2015 році Berkshire Hathaway мала капіталізацію 354,8 млрд доларів (наприкінці листопада 2017 р. — 453 млрд доларів), і входила до п'яти найбільших акціонерних компаній США. Це були страхові компанії GEICO (капіталізація 20,496 млрд); General Re (6,264 млрд); Berkshire Hathaway Reinsurance Group (10,116 млрд); Berkshire Hathaway Primary Group (4,377 млрд); залізнична компанія BNSF (23,239 млрд); енергетична Berkshire Hathaway Energy (17,614 млрд); компанія McLane Company (46,640 млрд), яка займається оптовою торгівлею продуктів харчування, а також безліч дрібних компаній.

своїм поглядом кожного, хто заходить у кімнату. Зберіг Уоррен і старий дерев'яний письмовий стіл батька — він стоїть у нього в кабінеті, завалений паперами.

Свої перші акції Уоррен купив в 11 років — це були дві привілейовані акції компанії Cities Service (одну він купив для себе, а другу для сестри) вартістю по 38 доларів. Незабаром їхня ціна опустилася до 27, і Уоррен нервував — особливо ніяково йому було перед сестрою. Щойно акції піднялися в ціні до 40, він швидко продав їх, отримавши свій перший прибуток — близько 4 доларів. Щоправда, через декілька днів ціна цих акцій піднялася з 40 до 202 доларів. Якби Уоррен трохи почекав, то заробив би не 4, а більше 300 доларів. Це був перший урок — не продавати заради короткотермінової вигоди і не панікувати, якщо ціна починає падати — з акціями це буває.

Під час навчання в Колумбійському університеті на Баффета сильний вплив мав Бенджамін Грехем, особливо його книга «Розумний інвестор» (The Intelligent Investor, 1949)³⁷². «Я прочитав перше видання цієї книги на початку 1960-го, коли мені було 19 років. У той час я вважав, що це найкраща із усіх колись написаних книг про інвестиційну діяльність. Я й зараз так думаю... Для мене особисто Бен Грехем був не просто автором цієї книги або моїм учителем. Після мого батька він мав найбільший вплив на моє життя»³⁷³.

Основна ідея Грехема була в тому, що довготермінові інвестиції принципово відрізняються від короткотермінових спекулятивних операцій. Вони засновані на ретельному аналізі перспектив компанії, акції якої купують, а не на тимчасових коливаннях їхніх цін. Уоррен Баффет усе життя саме під впливом Грехема дотримувався стратегії довготермінового інвестування (у нього середній термін володіння акціями становив близько 10 років), і вона його не підвела. А головне, що в раціональному підході Грехема все було чесно й прозоро. Оноре де Бальзак написав колись у романі «Отець Горіо», що

³⁷² Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. — М.: Вильямс, 2007.

³⁷³ «Для досягнення успіху в інвестиціях не потрібне неймовірно високе значення коефіцієнта розумового розвитку, незвичайний підхід до ведення бізнесу або наявність інсайдерської інформації. Для успіху потрібен розумний підхід до ухвалення рішень і здатність стримувати емоції» (Баффет У. Предисловие к четвёртому изданию // Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. — М.: Вильямс, 2007. — С. 17–18).

«таємниця великих капіталів, які виникли невідомим способом, прихована в злочині, але він вже забутий, тому що був чисто зроблений». За словами Баффета, все «це не має відношення до Berkshire»³⁷⁴ — успіх його компанії забезпечує тільки раціональний підхід до інвестування.

Після закінчення університету Баффет почав свій професійний шлях у фірмі Graham-Newman, співвласником якої був Бенджамін Грехем. На нього Уоррен працював шість років, накопичив 140 тисяч доларів і вирішив почати власну справу. У 1957 році він заснував свою першу інвестиційну компанію Buffet Association з капіталом 105 тис. доларів.

Незабаром з'явилися інвестори, які довірили Баффету управляти своїми капіталами, і через п'ять років акції зросли на 250 % (індекс Доу-Джонса за цей час піднявся тільки на 74 %). Ще через п'ять років акції піднялися на 1150 % (індекс Доу-Джонса на 122 %). У 1969 році, коли активи компанії збільшилися зі 105 тисяч до 102 млн доларів, вона виконала своє завдання і була ліквідована, а її активи вигідно розпродали.

На той час Баффет став власником текстильної компанії Berkshire Hathaway, акції якої він почав скуповувати з 1962 року. Текстильна промисловість його не цікавила, до того ж ця галузь перебувала в той час у занепаді, тому він вирішив використовувати Berkshire Hathaway для інших задач. Баффет зберіг назву компанії — мабуть, вважав, що вона непогано звучить. Текстильні фабрики продали, і після придбання National Indemnity у 1967 році компанія Баффета орієнтувалася в основному на страховий бізнес³⁷⁵.

У 2008 році Уоррена Баффета назвали найбагатшою людиною світу. Основна частина його капіталів — акції Berkshire Hathaway (він власник великого пакета зі 321 000 акцій, ринкова ціна кожної з них — 200 000 доларів). Незважаючи на

³⁷⁴ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. — М.: Манн. Иванов и Фербер, 2012. — С. 12.

³⁷⁵ Тривали поглинання численних інших компаній — найважливішими з них стали придбання в 2010 році за 44 млрд доларів однієї з найбільших у США залізничних корпорацій Burlington Northern Santa Fe Corporation (BNSF), а в 2015 р. — компанії Precision Castparts Corporation (яка виробляла деталі для літаків) за \$31,7. У 2014 році в Berkshire Hathaway працювало понад 300 тисяч людей, а її чистий прибуток за рік становив майже 20 млрд доларів, у 2016 році — 23 млрд. Середня прибутковість Berkshire Hathaway за останні 40 років — більше 20 % на рік.

багатство, Баффет уникає показної розкоші, їсть у мережі швидкого харчування (яка, втім, йому належить) і живе в старому двоповерховому будинку (купленому ще в 1957 році) на відміну від свого друга Білла Гейтса, що прославився неімовірно дорогим маєтком вартістю 125 млн доларів.

Будинок Баффета, як і його стиль одягу, скоріше консервативні, ніж розкішні. У кабінеті багато старих світлин родичів та друзів, пам'ятні дрібниці та сувеніри з логотипом кока-коли — Баффет п'є її щодня по п'ять банок, вважаючи, що вона допомагає йому зберігати ясність розуму. З атрибутів розкоші Баффета цікавлять тільки приватні реактивні літаки. «Деякі матеріальні речі роблять моє життя приємнішим. Але їх небагато. Мені подобається мати дорогий приватний літак», а бути власником десяти дорогих будинків «було б для мене тягарем» — каже він. Тому витратити 60 млн доларів на новий Gulfstream G 650 для нього набагато цікавіше, ніж купити на ці гроші нерухомість. Консервативність проявляється також в інвестуванні — незважаючи на дружбу з Біллом Гейтсом, Баффет не поспішає вкладати капітали в нові технології, надаючи перевагу традиційним напрямам.

Протягом 40 років Баффет збільшував активи своєї компанії на 22,2% щороку, хоча в цей час індекс S&P 500 зріс лише на 10,4% на рік. Тисяча доларів, вкладена в компанію Баффета на початку 1960-х років, через 40 років перетворилася б на в 2 594 850 доларів, а інвестування 1000 доларів в індекс S&P 500 дало б тільки 47 430 доларів³⁷⁶. Секрет інвестиційної стратегії Баффета полягає в пошуку недооцінених активів, які мають перспективу для інвестування.

Уоррен Баффет також щедро витрачає гроші на доброчинність. У 2010 році він пожертвував половину свого багатства — 37 млрд доларів — п'яти благодійним фондам; основна частина капіталу надійшла у фонд, заснований Біллом Гейтсом і його дружиною Меліндою (Bill & Melinda Gates Foundation). Це був чи не найбільший в історії акт доброчинності.

³⁷⁶ Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. — М.: Эксмо, 2008. — С. 79.

Ажіотаж навколо хедж-фондів у 1990-х роках

Хедж-фонди стали особливо популярними під час підйому дев'яностих. Справді, якщо ринок зростав за рік на 5%, а будь-який хедж-фонд обіцяв мінімум 10% річного прибутку, то важко не спокуситися. Особливо приваблювало все це багатих індивідуальних інвесторів, готових вкласти мільйони. Інвестувати ці мільйони в хедж-фонди стало серед них ознакою гарного тону — приблизно так само, як бути членом елітного клубу.

Деякі уславлені управляючі хедж-фондами стали культовими фігурами — у 1990-х це були Джордж Сорос і Джуліан Робертсон, а в наступне десятиліття — Стіві Коен, Кен Гріффін і Джеймс Саймонс. Ажіотаж навколо хедж-фондів посилювала неприступність для простих смертних найприбутковіших фондів — мінімальний розмір інвестицій до фонду Робертсона становив 5 млн доларів, а до фонду Сороса взагалі допускали тільки інвесторів з вузького кола обраних. Іншим у нього потрапити було в принципі неможливо.

Обсяг активів, які перебували в управлінні хедж-фондів, зріс із 30 млрд доларів у 1990 році, коли цей бізнес тільки починався, до 350 млрд доларів у 2000 році. В основі стратегії хедж-фондів у більшості випадків був арбітраж. Вони оперували в основному позиковим капіталом, отриманим від інвестиційних банків, а ті також сильно збагатилися під час буму хедж-фондів. Однак банки не до кінця усвідомлювали величезні ризики, пов'язані з діяльністю фондів. Оскільки вона практично не регулювалася, фонди використовували позиковий капітал за своїм розсудом. Обсяги їхніх угод були величезними — адже арбітражні спреди дуже невеликі, і для отримання помітного прибутку необхідні значні суми. Тому взяті в кредит суми були дуже значними. Багато банків зрозуміли це в 1997–1998 рр. під час кризи на ринках, що розвивалися, коли труднощі почалися також у хедж-фондів, обтяжених величезними кредитами.

Частина хедж-фондів перебувала в офшорних зонах, де контролювати їхні операції взагалі складно (хоча в принципі можна). Учасниками хедж-фондів зазвичай були інвестори з річним доходом не менше 200 тис. доларів, щокладають до фонду не менш мільйона доларів. У більшості хедж-фондів

інвестори платили фонду 2% від розміру вкладених капіталів і віддавали 20% отриманого прибутку. Така схема обіцяла чималий дохід, тому в 1990-х роках кращі менеджери взаємних фондів стали переходити в хедж-фонди, де можна було швидше розбагатіти³⁷⁷. Стрімке зростання хедж-фондів було пов'язане з тим, що їхні операції відбувалися переважно на ринку деривативів, який в 1990-х роках розширився до неймовірних розмірів.

Якщо взаємні фонди отримували чималий прибуток в основному на зростаючих ринках, то хедж-фонди заробляли також і на падаючих ринках, вдало використовуючи короткі продажі великих пакетів акцій, якими вони не володіли, а брали в оренду в пенсійних фондів або інших інституційних інвесторів. Орендовані акції продавали за поточною ціною, а після максимального падіння їх викупували за нижчою і повертали власникові, залишаючи собі помітну різницю. Втім, якщо акції починали зростати, у хедж-фондів були збитки. Гра на зниження, розрахунок на падаючі ринки й на компанії з капіталізацією, що знижується, дозволяли хедж-фондам одержувати величезні прибутки і надавали їм конкурентні переваги³⁷⁸. Така стратегія призводила до того, що курс акцій нормальної компанії без ознак падіння після того, як її папери зацікавили хедж-фонд, починав штучно знижуватися за рахунок ринкових маніпуляцій. Щоб уникнути цього, у кількох країнах видали закони, які обмежували короткі продажі без покриття³⁷⁹.

Приблизно 70% усіх хедж-фондів перебували в США, де серед учасників цих фондів близько 30% становили заможні

³⁷⁷ В одному з найбільших англійських хедж-фондів Odey Asset Management 12 партнерів, що управляли активами вартістю 2,7 млрд доларів, у 2007–2008 рр. отримали прибуток 55 млн фунтів, серед них власник фонду Кріспін Оді — 28 млн. Фонд заснували в 1991 р., одним із його найбільших інвесторів був Джордж Сорос, який вклав до фонду 150 млн доларів. Першою дружиною засновника фонду була дочка відомого магната Руперта Мердока, другою — дочка одного із засновників Barclays Bank. Такі родинні зв'язки одразу визначили коло клієнтів фонду (Clark A. How to Set Up a Hedge Fund / A. Clark // The Guardian. — 2008. — 6 Aug.).

³⁷⁸ Під час кризи «доткомів» у 2000 р. ціни акцій у США знизилися в середньому на 30%, а капіталізація хедж-фондів загалом не змінилася, — вони прекрасно себе почували на падаючому ринку (The Incredible Shrinking Funds // The Economist. — 2008. — 25 Oct.).

³⁷⁹ У США таку постанову ухвалила Комісія із цінних паперів і бірж у липні 2008 р.

приватні інвестори. Інші капітали надходили від «фондів фондів», які вигідно розподіляли активи у декількох хедж-фондах, а також від пенсійних фондів. Завдяки масштабам операцій хедж-фонди забезпечували від 35 до 50% усіх обсягів угод на американських і англійських біржах, і 60% усіх операцій з деривативами³⁸⁰.

Однак хедж-фонди могли не тільки приносити масштабні прибутки, але й масштабно розвалюватися. Слабка сторона їхньої діяльності була у величезних позикових капіталах. Тому під час виникнення збитків вони могли бути так само великими, як і прибутки.

Алхімія фінансів

До кінця 1998 року, коли після паніки в Росії хвиля криз країн досягла свого максимуму, хедж-фонди нагромадили величезні активи, склад яких було важко зрозуміти непосвяченим у таємниці цієї «алхімії фінансів», як називав свою діяльність Джордж Сорос³⁸¹. Але було в активах хедж-фондів і дещо спільне, що вказувало на їхню ринкову стратегію. Найчастіше хедж-фонди мали коротку позицію для безпечних активів (вартість яких навряд чи могла знизитися), і для ліквідних, які можна було за необхідності швидко продати, щоб одержати готівку. При цьому вони мали довгі позиції для ризикованих і неліквідних активів.

Для звичайного дрібного або середнього інвестора ця стратегія здавалася дивною. Такі інвестори хотіли б мати довгі позиції для безпечних і ліквідних паперів, розраховуючи на їхнє підвищення. Тоді вони отримуватимуть не найбільший, але стабільний прибуток, і тому планують тримати ці активи довго. А хедж-фонди як великі учасники ринку заробляли на ризикованих паперах. Маючи величезні портфелі,

³⁸⁰ Farrel D. The World's New Financial Power Brokers / D. Farrel, S. Lund // McKinsey Quarterly: The Online Journal of McKinsey & Co. — <http://www.mckinseyquarterly.com>

Особливо сильним бум хедж-фондів був на початку XXI століття — в 2005 році у світі було 12 250 таких фондів з активами 1,4 трлн доларів. Позиковий капітал перевершував власний приблизно втричі, і фонди оперували загалом 6 трлн доларів.

³⁸¹ Сорос М. Алхимия финансов / Д. Сорос. — М.: Диалектика, 2011.

вони купували активи таким чином, щоб компенсувати збитки за одними паперами прибутками за іншими. Це дозволяло хедж-фондам одержувати настільки великі доходи.

Однак до 1998 року така схема стала зрозумілою для багатьох, і конкуренція між фондами зростає. Можливості для отримання прибутку зменшувалися, і деякі фонди стали скорочувати діяльність, повертаючи капітали інвесторам. Інші зайнялися ще більш ризикованими операціями, і це підвищувало загальну нестабільність світових фінансових ринків. Якщо хедж-фонд тримав, наприклад, великий пакет російських облігацій, що знецінилися після дефолту 1998 року, він зазнавав збитків. Інвестори, які дали фонду в борг свої папери для операцій з короткими позиціями, починали турбуватися й вимагали повернути свої папери. Оскільки у фонді їх у наявності на той момент не було, йому доводилося ці папери терміново купувати, для чого потрібно було продавати інші активи. А великі продажі будь-яких активів призводять до падіння їхньої ціни.

Коли виникає подібна хвиля, занепокоєння охоплює багатьох інвесторів, пов'язаних з іншими хедж-фондами. Тим також доводиться закривати свої короткі позиції, позбуваючись активів, ціни на які падають через ці продажі. Починається ланцюгова реакція проблем для всіх хедж-фондів, що використовують схожі стратегії та часто володіють подібними активами. Якщо всі фонди продавали ризиковані активи, наставав момент, коли на ринку таких активів на них уже не залишалося покупців, бо крім хедж-фондів вони нікому не були потрібні.

Закриття ризикованих позицій вело до зменшення частки позикового капіталу і його заміщенню власним капіталом фонду. Оскільки власний капітал зазвичай був набагато меншим, ніж позиковий, виникало порочне коло скорочення так званого «важеля» (leverage) позикового капіталу. А за відсутності позикового капіталу можливості фонду швидко скорочувалися, як і його здатність до виживання. Типовим випадком стала історія хедж-фонду Long-Term Capital Management (LTCM).

Крах фонду Long-Term Capital Management

Один із найуспішніших фондів — Long-Term Capital Management (LTCM), розташований за 40 кілометрів від Нью-Йорка в Гринвічі (штат Коннектикут), — був заснований у 1993 році Джоном Меривезером і групою його співробітників, які працювали раніше разом із ним у відділі арбітражних операцій Salomon Brothers.

Меривезер, щоякий народився в 1947 році, закінчив Північно-Західний університет, був викладачем математики в середній школі, а потім вступив у Чиказький університет, щоб здобути ступінь бакалавра з бізнесу. Для оплати свого навчання Джон працював аналітиком в CAN Financial Corporation. Сором'язливість Меривезера й «непроникне обличчя гравця в покер відмінно поєднувалося з його трейдерськими талантами». У 1974 році Меривезера, «який перетворився на людину міцної статури 27 років із круглими щоками»³⁸², взяли на роботу в Salomon Brothers — компанію, що була в центрі великих змін на ринку облігацій. Спершу Меривезер працював у фінансовому відділі, де займався операціями з облігаціями державних організацій, а в 1977 р. з його ініціативи був створений відділ арбітражних операцій. Там і сформувалася схема отримання прибутку, яку в 1990-х роках використовував фонд LTCM.

Новий фонд швидко зростав і виділявся серед інших своїми прибутками (які збільшувалися на 40 % щороку). Незабаром у його управлінні вже був інвестиційний портфель вартістю 125 млрд доларів. Можливо, секрет успіху полягав у тому, що до складу партнерів фонду входили колишній віцепрезидент правління ФРС Девід Маллінз і два відомі економісти — Майрон Шоулс і Роберт Мертон, математичні моделі яких використовувалися в роботі фонду. Через три роки вони отримали Нобелівську премію з економіки за новий метод визначення вартості деривативів. До роботи фонду залучили кращих учнів Шоулса й Мертона. Вони стали інтелектуальним ядром фонду, яке зверхньо ставилося до фінансистів з Уолл-стріт і не бажало йти на жодні компроміси з банкіра-

³⁸² Ловенстайн Р. Когда гений терпит поражение. Взлёт и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов / Р. Ловенстайн. — М.: Олимп-Бизнес, 2006. — С. 9, 15.

ми. Теоретики з LTCM вірили, що за допомогою аналізу історичних кореляцій між активами вони зможуть створювати оптимальні портфелі з довгими позиціями для одних паперів і короткими позиціями для інших. Це мало давати більшу прибутковість, ніж у фондів-конкурентів.

У залученні інтелектуалів у фінансовий бізнес було головне новаторство Меривезера. Саме він увів у корпоративний світ людей, до яких тут раніше ставилися, м'яко кажучи, зі зневагою. Якби не ініціатива Меривезера, то математики надовго залишилися б у своїх університетах. А так він створив добре ізольовану від фінансового середовища Уолл-стріт команду, згуртованістю якої ретельно опікувався³⁸³.

Фонд LTCM успішно зібрав основний капітал 1,25 млрд доларів (що вже саме по собі привернуло увагу)³⁸⁴ і завоював довіру інвесторів, багато з яких скоро перестали замислюватися про те, у щокладають їхні гроші. Спершу фонд заробляв на великій кількості дрібних угод. LTCM займався в основному арбітражними операціями з облігаціями (зокрема європейськими і японськими), використовуючи різницю в цінах між нещодавно емітованими облігаціями та старішими їхніми випусками. Ця різниця була невеликою, в середньому 0,1 %, але під час операцій на сотні мільйонів доларів прибуток ставав помітним. Такі операції проводилися зазвичай на позикові капітали. Фонд мав досить солідний вигляд, і йому легко давали кредити більше 50 банків.

Кредитні кошти спершу були в 25 разів більше основного капіталу. Інвестори платили фонду щороку 2 % від суми вкладеного капіталу і 25 % від отриманого прибутку. На хвилі загальної довіри до фонду він розширив свій основний капітал до 7 млрд доларів у 1997 році, а його річний прибуток сягнув 2,1 млрд. Керівництво фонду заявляло, що ризик втрати 20 % капіталу становить лише один відсоток. Це звучало неправдоподібно, до того ж слова в назві фонду — «довготермінове управління капіталом» — передбачали, що учасники не зможуть одразу вийти з фонду, навіть якщо захочуть. Такий підхід керівництва фонду не сподобався деяким великим

³⁸³ Любов Меривезера до замкнених команд була помічена ще в арбітражному відділі Salomon Brothers, де він за особисті гроші щорічно вивозив своїх співробітників разом із дружинами на карибський острів Аруба.

³⁸⁴ Зазвичай хедж-фонди починали зі значно меншими капіталами, в середньому 25 млн доларів.

інвесторам, яким пропонували вкласти капітали до фонду, зокрема Уоррену Баффету. Як згадував пов'язаний з Баффетом Чарлі Мангер, «ми були у захваті від кмітливості людей з Long-Term... Але нам здавалися підозрілими складність усієї конструкції та розмір кредитного плеча. Ми знали, що якщо ввійдемо в справу, за нами підуть інші»³⁸⁵.

Таке співвідношення основного й позикового капіталів, 1 до 25, стало свідомим рішенням керівництва фонду — щоб отримати прибуток на арбітражних операціях з невеликою маржею, потрібні були значні обсяги угод і, відповідно, великі капітали. Операції були ризикованими, але приносили високий прибуток. Особливо це стосувалося фінансових деривативів (за якими позиції фонду сягали 1,25 трлн доларів). Частина портфеля деривативів використовувалася для хеджування ризиків портфеля самого фонду, а частина була спекулятивною. Стратегія фонду, заснована на теорії опціонів, передбачала оцінку майбутньої динаміки прибутковості опціонів на основі коливань їхніх цін у минулому. Такий підхід здавався безпрограшним, і перші кілька років саме так і було.

До 1998 року справи у фонді йшли непогано — його прибутковість у 1995 р. становила 59 %, у 1996 р. — 57 %. Тим часом в LTCM з'являлося все більше конкурентів, що копіювали його методи, і прибутковість фонду стала знижуватися. Щоб зберегти її, у 1997 році фонд повернув інвесторам 2,7 млрд доларів, не змінюючи розміру своїх позицій і, відповідно, збільшивши розмір кредитного плеча. Фонд зробив ставку на ризиковану стратегію — він продавав надійні активи й купував за зниженою ціною дешеві, але менш надійні. Передбачалося, що коли ринки стабілізуються, то ціна ненадійних активів наблизиться до ціни надійних. Теоретично, можливо, так і мало бути. Але в середині 1998 року російський дефолт спричинив ланцюгову реакцію подій, які згубили фонд.

У LTCM були досить великі позиції в російських державних короткотермінових облігаціях, які управляючі фонду чомусь тримали до самого моменту дефолту. Але не тільки ці позиції стали причиною проблем (подібні позиції у фонді були відкриті також для облігацій інших країн). Після кризи в Росії в серпні 1998 р. кілька європейських банків призупинили платежі великому хедж-фонду High-Risk Opportunities,

³⁸⁵ Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 572–573.

що призвело до його ліквідації. Це спричинило занепокоєння серед інших хедж-фондів (які використовували ті самі методи, що й LTCM). Їм довелося скорочувати свої портфелі за рахунок продажу найбільш ходових паперів. Почала зростати хвиля продажів — десятки хедж-фондів продавали однакові деривативи, викидаючи їх на вже переповнений ринок, і це стало причиною падіння цін на активи. Паніка серед хедж-фондів і бажання продати частину паперів зростали. За таких умов відкриті позиції LTCM у російських облігаціях робили його особливо вразливим.

Після дефолту в Росії тільки за один день збитки фонду сягнули 5 млрд доларів. У наступні дні втрати продовжували швидко збільшуватися. Спроби знайти нових інвесторів, щоб урятувати становище, були марними. По допомогу звертали-ся в Merrill Lynch, до Сороса і навіть до Баффета, розхвалюючи йому потенційні можливості фонду. Але той відмовив — йому не було сенсу інвестувати гроші в чужі фонди, до того ж якщо вони у критичному стані. Приховувати втрати від інвесторів більше не було можливості, і Джон Меривезер написав їм лист, у якому визнавав збитки, але запевняв, що перспективи фонду зараз найкращі в його історії. Тому він закликав продовжувати вкладати капітали, обіцяючи вигідніші умови щодо комісійних. Але навряд чи нові інвестиції могли врятувати фонд і знову зробити його прибутковим³⁸⁶.

LTCM був приречений — його борги сягнули 100 млрд доларів. Фонд був змушений продавати свої активи — іншого виходу вже не було, — що вело до падіння ринкової ціни на них і прискорювало відтік інвесторів. LTCM запропонував банку Goldman Sachs викупити половину компанії, і банк почав переговори про кредит з Баффетом, як найбільшим інвестором. Але той відмовився, хоча при цьому заявив, що одразу весь портфель активів і боргів він би міг купити — мабуть, він знав, що можна зробити з цими активами. Коли у вересні 1998 р. кредитори захотіли, щоб фонд або поклав більше грошей на їхній депозитний рахунок, або повністю погасив

³⁸⁶ За словами Баффета, це «приголомшливий приклад того, що відбувається, якщо у вас є: 1) десять людей з рівнем IQ 160; 2) їхній загальний досвід роботи в цій сфері в сумі становить 250 років; 3) вони використовують більшу частину чистого капіталу в бізнесі; 4) а також використовують тонну боргових зобов'язань» (Шредер Е. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шредер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 575).

кредити, LTCM (який вже не мав можливості зробити ні те, ні інше) опинився на межі не просто краху, а грандіозного краху.

Чи були проблеми фонду результатом такого рідкісного збігу обставин на ринку, який неможливо було передбачити, чи, може, комп'ютерні моделі квантитативного аналізу виявилися недосконалими? Зараз уже важко дати однозначну відповідь на це, але зрозуміло, що реальна поведінка ринків виявилася не такою, як прогнозували теоретики фонду. Безпосереднім поштовхом, що спричинив падіння фонду, став російський дефолт 1998 року, а позиції LTCM у російських паперах стали тією останньою краплею, яка порушила й без того хитку рівновагу. Сказати, що цей дефолт був малоймовірною подією, яку неможливо спрогнозувати, було б неправдою. Адже вірити, що в державі, яка виникла після розпаду Радянського Союзу в 1991 році, мало очікуватися стабільне економічне зростання за сценарієм МВФ було б верхом наївності. Для цього потрібно було зовсім не розуміти особливості економічної та політичної історії цієї країни. Мабуть, прагнення керівництва фонду до прибутку переважило здоровий глузд, тому фонд купив велику кількість російських паперів незадовго до дефолту в Росії.

Проблема була в тому, що якби LTCM опинився на межі банкрутства і почав продавати свій величезний портфель цінних паперів, це стало б причиною не тільки ланцюгової реакції дефолтів, але й обвалу всього світового ринку. Тому Федеральний резервний банк Нью-Йорка вирішив допомогти фонду. Тим часом Баффет разом з Goldman Sachs і AIG направив в LTCM офіційну пропозицію придбати фонд з усіма його боргами за 250 млн доларів за умови, що керівництво фонду, включно з Меривезером, піде у відставку. Часу на роздуми Баффет дав мало — лише одну годину. Але вийшло так, що в цій пропозиції була неточність — йшлося про придбання управляючої компанії, а не її активів, які насправді цікавили Баффета. LTCM просив дати ще час для ухвалення рішення, але з Баффетом не змогли зв'язатися.

Оскільки питання із пропозицією Баффета залишалося не вирішеним, а час не чекав, ФРС прискорила події³⁸⁷. Два

³⁸⁷ Луджі Зінгалес вважає, що ФРС допомагала фонду заради конкретної людини — Девіда Маллінза, у минулому — віцеголови Федеральної резервної системи, і «цей випадок став прикладом корумпованого капіталізму в американському стилі» (Зінгалес Л. Капіталізм для народа. Либеральна революція против корумпированной экономики / Л. Зінгалес. — М.: Изд-во Института Гайдара. 2016. — С. 15).

десятки найбільших банків та інвестиційних компаній на чолі з Федеральним резервним банком Нью-Йорка були готові надати 3,65 млрд доларів допомоги для фонду, щоб він міг не повідомляти про банкрутство, а здійснити плавну ліквідацію. Адже всі розуміли, що врятувати LTCM уже не було можливості. Потім виявилось, що банки, які допомагали фонду, на цьому добре збагатилися — за умовами угоди, вони отримували 90 % акцій партнерів фонду.

Щоправда, ФРС довелося тричі протягом семи тижнів знижувати ставки, щоб не допустити загального гальмування економіки. За час, потрібний для плавної ліквідації фонду (а на це було потрібно приблизно рік), ніхто з його співробітників не помер з голоду, хоча їм довелося жити набагато скромніше, ніж в період розквіту фонду. Надалі майже всі люди з команди Меривезера знайшли для себе гарну роботу, а він сам заснував новий фонд, який проводив обережнішу політику.

Загалом, незважаючи на падіння LTCM, його співробітники не дуже постраждали, хоча поставили всю фінансову систему на межу кризи і змусили ФРС прийти на допомогу приватній компанії, чого вона зазвичай ніколи не робила. А Баффет потім шкодував, що за збігом обставин він пропустив одну із найвигідніших для нього угод.

Бум доткомів

Після краху хедж-фонду LTCM у фінансовому світі почало зростати занепокоєння. Віра в раціональні зростаючі ринки вкотре похитнулася, і багато хто задумався про те, що ринок залишився таким, яким був завжди — непередбаченим і хаотичним. З початку 1990-х років спред між прибутковістю американських державних облігацій та інших більш ризикованих облігацій постійно зменшувався, а обережність інвесторів знижувалася³⁸⁸.

³⁸⁸ Прибутковість за китайськими держоблігаціями була в ті роки лише на 3 % вище, ніж за американськими. Тільки після краху LTCM цей розрив зріс до 15 % і потім зупинився на рівні 8 % (Китай у ті роки вважався набагато менш надійним позичальником, ніж зараз).

Здавалося б, що може статися з облігаціями ринків, які розвиваються, в епоху глобалізації — адже ці ринки підтримує МВФ. Однак історія з LTCM показала, що на практиці все не зовсім так. Значно скоротився після 1998 року ринок «сміттєвих» облігацій, а кредитори стали неохоче надавати капітали, набагато обережніше підходячи до вибору кандидата на отримання позики.

У вересні 1998 року ФРС, що обіцяла знизити процентні ставки, зменшила їх тільки на 0,25 %. Це стало причиною загального розчарування, і на ринках почали посилюватися панічні настрої. Процентна ставка за казначейськими облігаціями впала до найнижчого за 30 років рівня. Інвестори були готові платити набагато дорожче за останні випуски цих паперів, які були найліквіднішими, хоча ранні випуски коштували дешевше і були не менш надійними. Таке прагнення до ліквідності можна було пояснити тільки зростанням панічних настроїв. Інвестори своєю поведінкою ніби демонстрували своє бажання вийти із гри, поки ще не пізно. Усе частіше згадувалися події часів Великої депресії 1930-х років і набіги вкладників на банки, а в J. P. Morgan заявили, що в 1999 році можна очікувати глибокої рецесії.

Однак ці настрої були нетривалими — 15 жовтня ФРС оголосила про подальше зменшення ставки на 0,25 %, пообіцявши, що зниження триватиме також і в майбутньому. Хоча реальне зниження ставки було не таким вже великим, воно мало психологічне значення — перевірений спосіб поживавити ринок спрацював. У настроях на ринку справді відбувся перелом, і до кінця 1998 року паніка змінилася новою хвилею ейфорії.

Коли настав 1999 рік, останній в тисячолітті, бум на американському ринку цінних паперів тривав. Ентузіазм інвесторів зростав — мабуть, вони вважали, що оскільки азійські кризи та російський дефолт вже минули, далі все буде добре. Особливо сильним був бум із паперами доткомів³⁸⁹ — інтернет-компаній, кількість яких швидко збільшувалася. Ажіотаж навколо інформаційних технологій тоді був максимальним, і тому доходи, які могло дати використання в бізнесі Інтернету, значно переоцінювали.

³⁸⁹ Dotcom, у сенсі «назва крапка com» (наприклад, amazon.com). Інтернет-магазин Amazon.com — приклад типового доткому, що зберігся до наших днів і виріс до глобального масштабу.

Як і в попередніх бумах, усе було націлено на прибуток від розміщення акцій. Продовольчий інтернет-магазин Webvan.com від первинного розміщення акцій отримав 375 млн доларів, магазин стильного спортивного одягу Boo.com — 175 млн доларів. Усюди були чутні розмови про компанії, які продавали товари й послуги через Інтернет і останнім часом швидко розбагатіли на зростанні курсів акцій. Більшості цих компаній залишалося жити недовго — рік, максимум півтора, але в 1999 році про це ще ніхто не знав.

Коли інвестори побачили величезні доходи, отримані першими покупцями акцій Microsoft і декількох інших ключових ІТ-корпорацій, вони повірили, що будь-які компанії, хоч якось пов'язані з комп'ютерами або Інтернетом, будуть давати такі самі прибутки. Це, звісно, було не зовсім так, але ажіотаж почався. Я добре пам'ятаю цю велику акціонерну лихоманку 1990-х років. Щоправда, стежачи за подіями в Америці, з причини і власної молодості, та й нерозвиненості нашого фінансового ринку, я ще не дуже розумів сутність подій, які там відбувалися.

Особливо показовою була компанія Amazon — у ті роки типовий збитковий дотком. У 2008 році, коли моєму синові Саші було дев'ять років, він захопився історією про Гаррі Поттера. Книга «Гаррі Поттер і Кубок Вогню» надійшла в продаж ще влітку 2000 року. У магазинах її швидко розібрали, і покупці стали шукати книгу в Інтернеті — звичайно ж, в Amazon. У компанії з'явилося 63 550 нових клієнтів. На хвилі популярності цієї книги нереальною здавалася історія, що продажі книги принесли Amazon збитки, але це справді було так. Загальні втрати досягли 5 млн (76,68 долара на кожній книзі, хоча її звичайна ціна була близько 20 доларів). Я навіть не уявляю, що взагалі потрібно було робити, щоб мати такі збитки.

Компанія заявила, що збитки — справа тимчасова, і що вона їх покриє від нових продажів. Напевно, збиралися продавати наступну книгу про Гаррі Поттера вп'ятеро дорожче, ніж вона буде коштувати в магазинах. Amazon та інші дотками взагалі не мали прибутків, хоча старанно приховували це. А інвестори, нічого не знаючи про реальні доходи доткомів, могли фантазувати про яку завгодно прибутковість. І Amazon у ті роки хвилював думки інвесторів чи не найбільше. Так і уявлявся грошовий потік, величезний, як ріка Амазонка, що тече з гір через увесь континент до океану. Але це була ілюзія. За

перші три місяці 2000 року обсяги продажів Amazon становили 574 млн доларів, однак чисті збитки досягали 308 млн, операційні збитки — 198 млн. Порівняно з попереднім періодом 1999 року продажі зросли вдвічі, а збитки — у чотири рази. Компанія заявляла, що в неї є 1 млрд доларів у грішах і цінних паперах, але мовчала про 2 млрд боргів і більше 1 млрд накопиченого дефіциту, як і про те, що реальний власний капітал становив лише 25,6 млн доларів³⁹⁰.

Бум досяг свого піка до кінця 1999 року — індекс біржі NASDAQ, де котирувалися акції більшості інтернет-компаній, за рік зріс майже вдвічі, індекс Доу-Джонса на 20 %. Багатьом уже було зрозуміло, що знову надувається небезпечний спекулятивний пухир. Щоб припинити його зростання потрібно було помітно підвищити процентну ставку, на що ні в кого не піднімалася рука, тому що це означало б припинення економічного підйому. Втім, у середині 1999 р. ФРС все ж таки в декілька етапів підняла ставку з 4,75 % до 6,5 %. Однак ціни акцій продовжували зростати й досягли піка до початку березня 2000 року. Бум закінчився 10 березня 2000 року після обвального падіння курсів акцій доткомів на біржі NASDAQ.

Інституційні інвестори

Дев'яності стали часом справжнього розквіту інституційних інвесторів — пенсійних фондів, взаємних фондів і страхових компаній, які перетворилися на найбільших учасників ринку цінних паперів. Зростання доходів і заощаджень у це десятиріччя стало однією з основних причин такої популярності інституційних інвесторів. Вони нагромаджували порівняно невеликі капітали індивідуальних інвесторів і вигідно їх вкладали, забезпечуючи професійне управління інвестиціями та диверсифікацію ризиків. Таким чином інституційні інвестори стали серйозним конкурентом банків³⁹¹.

³⁹⁰ Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. — Челябинск: Социум, 2005 — С. 26.

³⁹¹ Частка комерційних банків у складі фінансових активів у США знизилася з 33,7 % у 1970 р. до 31,7 % у 1980 р., 24 % у 1990 р. і 17,8 % у 2000 р. Частка

Колись, під час знаменитого підйому 1920-х років, інституційні інвестори не мали суттєвого значення ані в США, ані в Європі. Основна маса акцій була зосереджена в банках, а також у власності великої кількості приватних осіб — індивідуальних інвесторів, які купували їх безпосередньо в біржових брокерів. Тільки деякі з них володіли настільки великими пакетами акцій, щоб можна було говорити про хоч якусь можливість контролю над корпораціями.

А в 1990 році інституційним інвесторам належало вже 26,2% акцій (16,8% — пенсійним фондам, 6,6% — взаємним фондам, 2,8% — страховим компаніям), індивідуальним інвесторам — 50%, решта — банкам та іншим учасникам ринку. У 2000 р. частка інституційних інвесторів ще більше зросла — до 36% (18,5% акцій володіли взаємні фонди, 12,2% — пенсійні фонди, 5,3% — страхові компанії). А от частка індивідуальних інвесторів знизилася до 42,2%, оскільки вони усе більше користувалися послугами інституційних інвесторів, особливо взаємних фондів. Завдяки масовому поширенню інституційних інвесторів, загальна кількість індивідуальних інвесторів теж швидко збільшувалася. У 1980 році 25% родин у США були власниками акцій, у 1990-му — близько 33%, у 2000-му — більше 55%³⁹².

До кінця ХХ століття інституційними інвесторами були накопичені величезні фінансові активи, які часом перевищували обсяг ВВП³⁹³. Основними інвесторами такого типу стали пенсійні та взаємні фонди (значення страхових компаній на ринку цінних паперів було тоді набагато меншим)³⁹⁴.

страхових компаній також скоротилася від 16,4% до 13,8%, 13,6% і 11%. А от частка пенсійних фондів зросла з 13,8% до 16,8%, 19,6% і 20,8%. Частка інвестиційних фондів становила в ці роки 3,4%, 3,1%, 8,3% і 17,7%.

³⁹² При цьому в 2000 р. тільки 49% власників акцій напряду володіли цінними паперами корпорацій, а інші більше цікавилися акціями, які випускали взаємні фонди (Турев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Турев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 68).

³⁹³ У 2000 році в США ці активи становили 185,1% ВВП, у Канаді — 105,3%, у Франції — 90,8%, у Німеччині — 90,4%.

³⁹⁴ У США, де інституційні інвестори були найбільш розвинені, активи страхових компаній становили 40,9% ВВП, їхні інвестиції в цінні папери — 36,9%; активи недержавних пенсійних фондів — 77,4% (інвестиції — 75,1%), інвестиційних фондів — 66,1% (60,5%).

Пенсійні фонди

Небанківські фінансові інститути, що вкладали свої капітали в акції, почали з'являтися ще в 1950-х роках. Найбільшими з них були приватні недержавні пенсійні фонди (одним із перших — корпоративний пенсійний фонд компанії General Motors), які спершу інвестували капітали³⁹⁵ у надійні державні облігації. У 1990-х роках недержавні пенсійні фонди змінили свою стратегію і більше цікавилися акціями³⁹⁶. У 2000 році за обсягом активів пенсійних фондів лідирували США, де ці активи досягали 77,4 % ВВП³⁹⁷.

У Великій Британії до 70 % активів пенсійних фондів також вкладали в акції (у країнах континентальної Європи — у середньому близько 30 %). П'яти найбільшим фондам (зокрема таким лідерам, як BT, Coal Pension Trustees Services і Electricity Pensions Services) належала половина всіх активів, що перебували в управлінні англійських пенсійних фондів, а середня прибутковість англійських пенсійних фондів у 1990-х роках становила близько 8 %³⁹⁸.

У 1990-х роках змінилися самі принципи діяльності недержавних пенсійних фондів. Якщо раніше корпорації гарантували виплату пенсій своїм працівникам на основі їхньої заробітної плати й стажу роботи, то з появою в США пенсійних рахунків 401 (к)³⁹⁹ виплата пенсій та їхній розмір стали залежати від пенсійних внесків працівників. Власники рахунків отримали право управляти тим, як інвестуються

³⁹⁵ Активи недержавних пенсійних фондів зросли з 1,6 трлн доларів у 1990 р. до 4,6 трлн в 2005 р., державних пенсійних фондів — з 1 до 3,8 трлн.

³⁹⁶ У 1995–2000 рр. вони вкладали в цінні папери в середньому 80 % своїх капіталів (зокрема 44 % в акції корпорацій, 11–22 % в акції взаємних фондів, 7–8 % у корпоративні облігації, 2–4 % у державні облігації, решта — в інші цінні папери). Частка державних облігацій у їхніх портфелях зменшилася з 16 % у 1990 р. до 7 % у 2000 р., а частка акцій корпорацій зросла з 37 % у 1990 р. до 49 % у 2000 р. (Туруев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 85).

³⁹⁷ У Канаді — 44,4 %, Німеччині — 7,95 %, Бельгії — 3,7 %.

³⁹⁸ Fund Management. — L.: IFSL, 2005. — Р. 7. — <http://www.ifsl.org.uk>

³⁹⁹ Ці ощадні пенсійні рахунки з'явилися в США на початку 1980-х, але поширення набули в 1990-х роках, коли близько 90 % усіх пенсійних рахунків становили саме рахунки 401 (к).

їхні пенсійні заощадження. Однак на практиці таким управлінням зазвичай займалися не власники рахунків, а взаємні фонди.

Взаємні фонди

Взаємні фонди (mutual funds), які стали особливо популярними в 1990-х роках, — різновид інвестиційних фондів. Хоча перші інвестиційні фонди з'явилися в США на початку XX століття, а закон про інвестиційні компанії (Investment Company Act) з'явився ще у 1940 році, швидкий розвиток цих фондів почався тільки в другій половині XX століття⁴⁰⁰.

Із двох типів інвестиційних фондів — відкритих (open-end investment company) і закритих (closed-end investment company) — найбільше поширення мали відкриті, названі взаємними фондами (mutual funds). Взаємні фонди переважали серед інших інвестиційних фондів⁴⁰¹, і вони поділялися на багато видів за спрямованістю їхніх інвестицій: фонди акцій, фонди облігацій, гібридні фонди (зі змішаними активами) і фонди грошового ринку.

Взаємні фонди випускали акції, що не котирувалися на біржах. Їх купували індивідуальні інвестори, які вирішили вкласти свої заощадження до фонду. Відкриті (взаємні) фонди зобов'язані викуповувати акції за першим бажанням вкладників, і це приваблювало до них велику кількість дрібних індивідуальних інвесторів. Закриті фонди не зобов'язані викуповувати акції за бажанням інвесторів, але їхні папери котирувалися на біржі, що наближало такі фонди до звичай-

⁴⁰⁰ У 1940 р. у США було лише 68 інвестиційних фондів, а в 2001 р. — вже 8638 відкритих фондів і 498 закритих. У 1980 р. лише 6 % американських родин вкладали свої капітали у взаємні фонди, у 1990 р. — 25 %, у 2000 р. — 49 % (Туруев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 99–100). Активи взаємних фондів тільки за п'ять років, з 1995 по 2000 р., зросли з 2811 до 6965 млрд доларів (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 169).

⁴⁰¹ У 1992 р. у США 89,6 % інвестиційних фондів були відкритими, 5,1 % — закритими, 5,3 % — інвестиційними трастами. У 2005 р. — 96,6 %, 3,0 % і 0,4 % відповідно. У країнах ЄС відкриті фонди також переважали — 81,6 % у 1992 р. і 78,5 % у 2005 році (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 81–82).

них акціонерних компаній і давало змогу приваблювати великих інвесторів. Акції взаємних фондів стали популярними — у США в 2002 році їхніми власниками було 33 % населення⁴⁰².

Швидке зростання популярності взаємних фондів розпочалося після появи в 1980 р. закону «Про дерегулювання депозитних установ і грошово-кредитний контроль» (Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act), коли інвестиції у взаємні фонди стали вигіднішими порівняно з банківськими депозитами. Природно, це спричинило масову зацікавленість інвесторів у взаємних фондах, які дали змогу брати участь в операціях на ринку цінних паперів багатьом дрібним індивідуальним інвесторам з невеликими заощадженнями, які до того не мали реального доступу на цей ринок.

Нова хвиля захоплення взаємними фондами виникла в другій половині 1990-х років⁴⁰³, коли високі темпи економічного зростання разом з «ефектом багатства» зробили ці фонди привабливими для багатьох індивідуальних інвесторів⁴⁰⁴. Це були переважно представники середнього класу із середнім річним доходом 60–70 тис. доларів на родину й заощадженнями приблизно 125 тис. доларів, які вони хотіли вигідно вкласти.

Індивідуальні інвестори надавали перевагу взаємним фондам, тому що вони пропонували професійне управління інвестиціями (зокрема оцінку їхньої прибутковості й ризиків), а також диверсифікація ризиків за рахунок різноманітного складу інвестиційного портфеля. Крім того, взаємні фонди були доступними для інвесторів — розмір першого внеску,

⁴⁰² Ці акції поширювалися в основному через фінансових посередників — безпосередньо (через Інтернет або за телефоном) інвесторам продавалося лише 12 % таких паперів. Через пенсійні плани поширювалося 16 % акцій, через інших інституційних інвесторів — 13 %, через фінансові супермаркети й дисконтних брокерів — 5 %, а більше половини (55 %) — через інших фінансових посередників (брокерів, банки, страхових агентів, інвестиційних консультантів) (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 323–324).

⁴⁰³ У США їхня кількість зросла з 1643 у 1992 р. до 2812 у 1995 р., 6965 у 2000 р. і 8045 у 2005 р. У країнах ЄС — з 793 до 1141, 3160 і 5309 відповідно (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 58).

⁴⁰⁴ До 2000 року фінансові активи інвестиційних фондів досягли в США 66,1 % ВВП (при обсязі їхніх інвестицій у цінні папери 60,5 % ВВП), Німеччини 35,7 % (34,1 %), Канаді 35,7 % (34,4 %), Франції 28,9 % (25,9 %).

хоча й відрізнявся в різних фондах, був загалом невеликим, а прибутковість інвестицій прогнозувалася високою⁴⁰⁵. Це забезпечувалося вкладенням капіталів у прибуткові активи. При цьому в американських взаємних фондах 40 % активів (близько 3 трлн доларів) належало в 2000 р. пенсійним фондам⁴⁰⁶. Так за рахунок заощаджень майбутніх пенсіонерів, що накопичуються на пенсійних рахунках, взаємні фонди стали швидко зростати⁴⁰⁷.

Збільшення кількості взаємних фондів, які давали більше прибутків, ніж банки, призвів до того, що почався відтік капіталів з банківських депозитів у ці фонди. Банки, помітивши таку тенденцію, стали створювати дочірні компанії з управління активами взаємних фондів. І навіть у країнах Європи, традиційно більше орієнтованих на банківське фінансування, у 2002 році частка взаємних фондів серед джерел фінансування стала порівнянною із цією часткою в США (17,3 %) ⁴⁰⁸.

Структура типового інвестиційного портфеля взаємних фондів згодом стала змінюватися. У 1990 р. у нього ще входило більше 50 % облігацій, в основному державних і муніципальних, що було вірною ознакою обережної інвестиційної політики. У 2000 р. у складі портфеля було вже більше 70 % акцій. Таким чином взаємні фонди стали одним із найбільших інституційних інвесторів — якщо в 1950 р. вони володіли в США 3 % усіх акцій, то в 2000 р. — 18,5 %.

Однак, за словами Пітера Лінча, управляючого знаменитим за своїми масштабами Magellan Fund, «розмір фонду

⁴⁰⁵ При 10 % прибутковості з урахуванням складних відсотків один вкладений долар за п'ять років давав прибуток 6,11 долара, за 10 років — 15,94, за 20—57,27, а за 40 років 442,59 долара (Fredman A. How Mutual Funds Work / A. Fredman, R. Wiles. — N. Y.: New York Institute of Finance, 1998. — P. 7).

⁴⁰⁶ Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. — М.: Изд. Института Гайда-ра, 2011. — С. 147.

⁴⁰⁷ Активи американських взаємних фондів збільшилися з 2 млрд доларів у 1949 р. (91 взаємний фонд) до 1 трлн доларів у 1990 р. і 6,5 трлн у 2000 р. (близько 6000 фондів) (Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / L. Gremillion. — Hoboken (NJ): John Wiley, 2005. — P. X). Наприкінці 1990-х років найвідомішими фондами були AIM, Alliance, American Century, American Funds, Dreyfus, Fidelity, Franklin, T. Rowe Price, Scudder, Vanguard та інші.

⁴⁰⁸ У Франції — 19,2 %, в Італії — 16,2 %, у Німеччині — 10,1 %, а в Англії — лише 3,7 % (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 65).

та кількість акцій у портфелі ще нічого не кажуть» про його ефективність⁴⁰⁹, тому що фондом із надто великим капіталом і портфелем акцій важко управляти. Для прибутковості фонду достатньо створити портфель із 50 найменувань найбільш популярних акцій, повторивши рейтинг S&P 500 у мініатюрі.

Частка акцій різних корпорацій у складі цінних паперів американських індивідуальних інвесторів підвищувалася та знижувалася залежно від загального стану економіки й фінансового ринку⁴¹⁰. А от частка акцій взаємних фондів постійно збільшувалася — з 0,2% у 1945 р. до 3,9% у 1985 р. і 12,1% у 2004 р. У країнах Європи в індивідуальних інвесторів частка акцій інвестиційних фондів була найвищою у Великій Британії — 18,5% у 1998 р., знизившись до 11,2 у 2002 р.⁴¹¹. Серед країн континентальної Європи інвестиційні фонди найбільше були поширені у Франції⁴¹²,

⁴⁰⁹ Линч П. Переиграть Уолл-Стрит / П. Линч. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 119. У 1983 році активи Magellan Fund досягли 1,6 млрд доларів, і в його портфелі було 900 найменувань акцій, хоча «на 700 із них припадало менше 10% сумарних активів фонду». Линч пояснював їхнє придбання тим, що коли володієш деякою кількістю акцій компанії, легше зрозуміти, що реально вона собою являє. Оскільки більшість цих компаній були невеликими, а вартість придбаних пакетів акцій незначна, ніякого ризику для загальної стабільності фонду і його прибутковості не було. Критики казали, що настільки великий фонд уже не може бути успішним і в принципі не здатен перевершити середню для ринку прибутковість, тому що через свої розміри й надмірно великий портфель він перетвориться на копію ринку, хаотичного й непередбаченого (Там само).

⁴¹⁰ У 1945–1965 рр. ця частка зросла з 19,5% до 31,3%, у 1965–1985 рр. знизилася до 10,5%. Під час підйому на ринку цінних паперів частка акцій в активах домогосподарств збільшилася до 23,2% у 2000 р., і потім після кризи доткомів знизилася до 17,7% у 2004 р. (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 61–62).

⁴¹¹ У Франції ця частка знизилася з 11,8% у 1995 до 9% у 2002 р.; у Німеччині зросла з 7,2% у 1995 р. до 11,5% у 2002 р. (Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 61–62). В активах фінансових інститутів США частка банків знизилася з 27% у 1985 р. до 18% у 1999 р., а частка взаємних фондів зросла з 5% у 1985 р. до 18% у 1999 р. Надалі, у 2004 році частка банків дещо зросла — до 19%, а частка взаємних фондів знизилася до 16% (Там само, с. 64).

⁴¹² У Франції існували інвестиційні компанії та інвестиційні фонди. Відмінність між ними в тому, що інвестиційна компанія вважалася юридичною особою, а інвестиційний фонд — ні. Французькі інвестиційні компанії, що випускають акції, розділялися на компанії відкритого типу (*societe d'investissement — capital variable*, SICAV) і закритого типу (*societe d'investissement — capital fixe*, SICAF). А інвестиційні фонди (пайові фонди й фонди підприємств) могли випускати тільки паї.

Німеччині⁴¹³, Люксембургу, Італії, Ірландії, Іспанії. У Франції та Люксембургу знаходилася половина активів цих фондів.

Інституціоналізація ринку цінних паперів

До початку XXI століття інституційні інвестори всіх типів стали одним із найважливіших учасників ринку цінних паперів⁴¹⁴. Таким чином власність на значну частину акцій (а по суті — на самі корпорації, що їх випустили) опинилася в руках порівняно невеликого кола інституційних учасників ринку. Усі тоді почали говорити про інституціоналізацію не тільки ринку цінних паперів, а й усього світу американських корпорацій. У минулому залишилася сама ідея *shareholders democracy* — «демократії власників акцій», яка була колись однією з основ демократії в англо-американському її розумінні.

На початку XXI століття в США 300 найбільших інституційних інвесторів володіли акціями на 7,5 трлн доларів — більше половини сукупної капіталізації всього американського ринку цінних паперів (13,2 трлн доларів). При цьому 100 найбільшим інституційним інвесторам належало 52 % усіх акцій (на загальну суму 6,8 трлн доларів), які торгувалися на американському ринку.

У середині XX століття, коли розвиток інституційного інвестування тільки починався, інвестиційні й пенсійні фонди ще були чітко розмежовані. А до 2000 року всі найбільші інституційні інвестори⁴¹⁵ вже стали компаніями з управління

⁴¹³ Інвестиційні фонди в Німеччині поділялися на публічні (*publikumsfonds*) і спеціальні (*spezialfonds*). Спеціальні фонди — закриті, і вони мали обмежене коло інвесторів (найчастіше це співробітники одного підприємства або групи компаній). Публічні фонди випускали свої цінні папери, на які могла проводитися відкрита підписка. У 1995 р. у Німеччині було 3233 фонди (публічних — 609, інші — спеціальні) з активами 565 млрд марок, у 2000 р. — 6447 (публічних 1119) з активами 821 млрд євро (*Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics. June 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2.* — P. 52, 53. — <http://www.bundesbank.de>).

⁴¹⁴ У США їхні інвестиції в цінні папери досягли в 2000 р. 172,9 % ВВП, у Канаді — 98,9 %, у Франції — 84,8 %, у Німеччині — 65,8 %.

⁴¹⁵ У десятку найбільших інституційних інвесторів на початку XXI століття входили: Fidelity Investment, Barclays Global Investors, Vanguard Group, State Street Global Advisors, Capital Group Companies, AXA Group, Mellon Financial Corp., Northern Trust Global Investments, Wellington Management Co., Citigroup.

активами, в яких пенсійна та інвестиційна діяльність тісно переплелися.

Іноді переважала інвестиційна діяльність (у таких великих компаніях з управління активами, як Vanquard або Fidelity), а іноді — керування пенсійними заощадженнями (State Street Global, Barclays Global). Але в більшості компаній, що займалися інституційним інвестуванням, це розмежування вже було важко зробити.

Глобальний ринок цінних паперів

Цінні папери в епоху Інтернету

У 1990-х роках реальністю став глобальний ринок цінних паперів. Ці фінансові інструменти все частіше використовували для залучення капіталу замість такого традиційного джерела, як банківський кредит. Заміщення класичного банківського кредитування фінансуванням за допомогою цінних паперів було однією з найважливіших інновацій цього десятиліття разом із загальною дерегуляцією ринку цінних паперів, глобалізацією та поширенням Інтернету⁴¹⁶. Щоправда, банки в це десятиліття теж успішно пристосовувалися до нових умов, перетворюючись на універсальні холдинги, які надава-

⁴¹⁶ Частка цінних паперів в активах світового фінансового ринку становила 58 % у 1980 р. У 1990 р. вона зросла до 63 %, у 2000 р. — до 73 %. При цьому в 1980 р. загальна вартість глобальних фінансових активів дорівнювала світовому ВВП, а в 1993 р. фінансові активи перевищували ВВП удвічі. Наприкінці 2007 р. активи перевищували ВВП приблизно в 3,5 раза (докладніше див.: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — С. 55). Частка банківських кредитів в активах фінансових компаній у США скоротилася з 47 % у 1970 р. до 20 % у 2000 р. У Великій Британії та Нідерландах у другій половині 1990-х років ця частка не опускалася нижче 50–60 %, а у Франції й Німеччині вона була ще більшою, 70–80 %. Але й у цих країнах, де традиційно переважало банківське кредитування, у структурі активів банків збільшилася частка цінних паперів (White W. The Coming Transformation of Continental European Banking? / W. White // BIS Working Papers. — 1998. — № 54. June. — P. 28. — <http://www.bis.org>).

ли весь спектр послуг з фінансування та управління активами. Звичайною справою стало зрощення банків з інституційними інвесторами — страховими компаніями, взаємними та пенсійними фондами.

У 1990-х роках біржі у світових столицях капіталу залишалися основними центрами операцій з акціями на відміну від облігацій, що торгувалися переважно на позабіржовому ринку. Організовані біржові ринки (незалежно від того, були це традиційні біржі типу New York Stock Exchange або електронні торговельні системи, такі як NASDAQ) надавали більше гарантій, що угоди будуть завершені саме на зазначених умовах.

У 1990-х роках найдинамічніше зростав ринок деривативів⁴¹⁷, операції з якими проводили на позабіржовому ринку⁴¹⁸. Поширення деривативів мало революційний характер для глобального ринку цінних паперів, оскільки основна функція цих інструментів — хеджування ризиків. Тому серед похідних інструментів найшвидше зростав сегмент кредитних деривативів⁴¹⁹, які переносили ризик за кредитами з одного учасника операцій на іншого.

У це десятиліття в центрі глобального ринку була американська фінансова система. Це пояснювалося економічним лідерством США, у той час очевидним для всіх, а також значенням долара у світових фінансах⁴²⁰. Найбільше приваблювали інвесторів практично позбавлені ризику державні облігації казначейства США. Такі цінні папери, що вважалися надійним фінансовим інструментом, широко використовувалися для зберігання валютних резервів багатьох країн світу. А в інвестиційні портфелі їх включали як інструмент загальної стабільнос-

⁴¹⁷ Опціонів, ф'ючерсів, свопів, форвардних контрактів та інших похідних інструментів. Близько 50 % ринку деривативів становили в цей час свопи.

⁴¹⁸ З 1987 по 2005 р. номінальна вартість базисних активів біржових деривативів зросла в 79 разів і досягла 58 трлн доларів, а позабіржових деривативів — у 240 разів і досягла 285 трлн доларів (при світовому ВВП 44 трлн) (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 73).

⁴¹⁹ Вони містять у собі кредитно-дефолтні свопи (credit default swaps), свопи на сукупний дохід (total rate of return swaps), опціони на кредитний спред (credit spread options) і пов'язані із кредитами папери (credit-linked notes). Тільки за три роки, з 1998 по 2001 р., ринок кредитних деривативів зріс із 150–200 млрд до понад 1000 млрд доларів.

⁴²⁰ Вплив американського ринку на світовий пояснюється не тільки його масштабами, але й рівнем інформаційної прозорості, найвищим у світі.

ті в разі можливого коливання цін інших паперів — як орієнтир під час формування цін на різні фінансові активи.

Багато хто вкладав свої капітали не тільки в державні облігації, а й в акції, особливо великих компаній. До кінця десятиліття капіталізація американського ринку акцій наближалася до 50 % світового⁴²¹, і цей ринок приваблював іноземних інвесторів, переважно з ЄС і Англії⁴²². Зросли також американські інвестиції в акції іноземних компаній⁴²³.

У континентальній Європі лідером за величиною ВВП і загальним економічним потенціалом стала Німеччина, хоча її ринок цінних паперів (за відношенням капіталізації до ВВП) у 1990-х роках поступався французькому, не кажучи вже про ринки США, Великої Британії та Японії. Власниками цінних паперів у Німеччині була лише невелика частина населення — 5 %, тому що за традицією основне фінансування економіки забезпечували банки. Вони задовольняли потреби в кредитах індивідуальних інвесторів та підприємств⁴²⁴. Щодо цього Німеччина являла собою класичний приклад фінансової системи, орієнтованої на банки на відміну від англо-американської системи, орієнтованої на ринок цінних паперів. А ті функції, які в США й Англії мали фінансові компанії, у Німеччині теж належали банкам. Вони були основними і єдиними посередниками на ринку цінних паперів, виконуючи всі види операцій (крім хіба що страхування)⁴²⁵.

⁴²¹ Капіталізація американського ринку акцій підвищилася з 8,354 млрд доларів (108 % ВВП) у 1996 р. до 15,131 млрд доларів (155 % ВВП) у 2000 році.

⁴²² Іноземні інвестиції в популярні акції найбільших американських компаній з 1990 по 2000 р. збільшилися з 6,9 % (від загальної їхньої ринкової вартості 3530,2 млрд доларів) до 9,2 % (при загальній вартості акцій 17 611,9 млрд доларів) (Туруев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 149, 154).

⁴²³ У 1985 р. їхній обсяг не перевищував 40 млрд доларів, у 1990 р. досяг 160 млрд доларів, у 2000 р. — близько 1500 млрд (Steil B. Building a Transatlantic Securities Market / B. Steil. — Zurich: International Securities Market Association, 2002. — Р. 20).

⁴²⁴ Банки в Німеччині поділяються на два типи: універсальні й спеціалізовані (зокрема іпотечні). П'яти найбільшим банкам — Deutsche Bank, Bayerische Hypo und Vereinsbank (HVB), Dresdner Bank, Commerzbank і Postbank в 2004 р. належало 24 % усіх банківських активів.

⁴²⁵ При цьому німецькі банки тісно пов'язані зі страховими компаніями за рахунок перехресного взаємного володіння акціями. Банківсько-страхові групи Allianz / Dresdner Bank і Munchner Ruck / Hypovereinsbank входили в групу найбільших у світі за капіталізацією фінансових конгломератів.

У Франції в 1990-х роках у фінансовій системі та на ринку цінних паперів великі зміни відбулися після появи закону про модернізацію фінансових послуг від 2 липня 1996 року⁴²⁶. За величиною акціонерного капіталу, а також за використанням ринку акцій як джерела фінансування Франція в цей час уже не поступалася Англії та помітно випереджала Німеччину⁴²⁷. Акціями у Франції володіли 10,1 % населення⁴²⁸. Наближалася вона до Англії також за рівнем концентрації фінансового капіталу. Сфера фінансових послуг була зосереджена в Парижі, місті з давніми банківськими й біржовими традиціями.

Таким чином у 1990-х роках виник глобальний ринок цінних паперів, що працював у режимі реального часу і не мав жодної центральної керівної організації. Цей ринок мав мережну структуру, яка нагадувала мережну структуру Інтернету⁴²⁹. З настанням постіндустріальної епохи звичні лінійні, ієрархічні структури, керовані з одного чітко визначеного центру, відійшли в минуле, а багатополарність світової економіки стала сприйматися як щось очевидне.

В основі глобального фінансового ринку 1990-х років були національні ринки, які самостійно забезпечували ліквідність своїх паперів, а також фінансові центри — столиці капіталу на різних континентах. Найбільшими з них у це десятиліття були Нью-Йорк, Лондон, Токіо й Франкфурт. Так

⁴²⁶ Раніше на ринку цінних паперів було три групи учасників: кредитні установи, біржові товариства та портфельні управляючі. Біржові товариства (*Societes de Bourse*) стали основними учасниками ринку, тільки вони мали право проводити біржові операції. Попередниками біржових товариств були невеликі компанії, які називали біржовими агентами, або агентами з обміну (*agents de change*). З 1996 року учасників ринку цінних паперів розділили на два типи — кредитні установи й фінансові компанії, що мали однакові права щодо операцій із цінними паперами.

⁴²⁷ Капіталізація ринку акцій Франції в 1996 р. становила 47 % ВВП (Німеччини — 35 %), у 2000 р. — 91 % (Німеччини — 60 %).

⁴²⁸ Кількість індивідуальних інвесторів, які володіли цінними паперами всіх типів, зросла у Франції з 3,2 млн у 1982 р. до 14 млн у 1991 р., потім скоротилася до 9 млн у 2000 р. і знову зросла до 11,2 млн у 2004 р. (*Les porteurs de valeurs mobilières en 2004* // Euronext, Banque de France. — <http://www.euronext.com>).

⁴²⁹ Докладніше про мережні структури фінансових ринків: Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. — М.: Экономика, 2010. — С. 40–46.

сформувалася система фінансового капіталізму, фундаментом якої стали ринки цінних паперів.

Глобальний ринок цінних паперів не був повторенням загальносвітового ринку, який існував до Першої світової війни в епоху «британської» глобалізації. Основною його відмінністю була можливість працювати в режимі реального часу завдяки поширенню Інтернету й електронних торговельних систем. Чому потрібно було стільки часу між 1914 роком і 1990-м, щоб знову відновити загальносвітовий ринок? Головною причиною стала наявність протягом десятиліть численних бар'єрів для міжнародного руху капіталів і недостатня кількість цінних паперів, що перебували у власності іноземних інвесторів⁴³⁰.

Ринок облігацій

У 1990-х роках операції з облігаціями⁴³¹ були за сумою обороту найбільшим сегментом глобального ринку цінних паперів⁴³². Таким цей сегмент залишився і на початку XXI століття — капіталізація світових ринків акцій у 2005 р. становила 45 трлн доларів, ринку облігацій — 59 трлн⁴³³. Розширення облігацій-

⁴³⁰ Обсяг таких паперів знизився з 18 % світового ВВП у 1914 р. до менше 5 % у 1945 р., потім зріс до 25 % у 1980 р. і до 62 % у 1995 р., коли їхня сукупна вартість досягла 15,5 трлн доларів. Це були переважно акції та облігації, які активно торгувалися на ринках. Особливо багато цінних паперів, що перебували в іноземному володінні, було зосереджено тоді в США. Там загальний обсяг операцій з іноземними паперами зріс із 907 млрд доларів у 1900 р. до 7,1 трлн у 2003 р. Операції іноземних інвесторів з американськими акціями та облігаціями збільшилися з 4,2 трлн доларів у 1900 р. до 30,7 трлн у 2003 р. Це були в основному ліквідні державні облігації та акції великих транснаціональних компаній (Statistical Abstract of the United States. 2004–2005. — Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. — P. 752–753).

⁴³¹ Ринок облігацій — частина ринку боргових інструментів, який на 95 % складається з облігацій різного типу. Решта — депозитні сертифікати й комерційні папери (commercial papers) грошового ринку. У США частка комерційних паперів досягала в цей час 9 %, в інших країнах — близько 5%. Їхня емісія допомагала емітентам обійти законодавчі обмеження на випуск облігацій.

⁴³² Капіталізація ринку облігацій (у відношенні до ВВП) становила в США в 1996 р. 150 %, у 2000 р. 164 %, у Великій Британії — 75 % і 80 %; у Німеччині — 117 % і 121 %, у Японії — 162 % і 184 %; у Франції — 118 % і 94 %.

⁴³³ Денний оборот торгівлі акціями в 2001–2005 рр. у США досягав у серед-

ного ринку, почавшись у США в середині 1980-х років, тривало в Америці в 1990-х роках⁴³⁴. Подібне зростання облігаційного ринку відбувалося також в інших країнах⁴³⁵ — це був загально-світовий тренд. Зростання інтересу до облігацій пояснювалося тим, що вони були надійними паперами з фіксованим доходом. А значна частина облігаційного ринку належала державним облігаціям з гарантованим прибутком. Крім державних облігацій, інвесторів приваблювали також корпоративні облігації — у США їхній обсяг стабільно зростав⁴³⁶.

Основними учасниками ринку облігацій були інституційні інвестори, які вкладали свої капітали у великі пакети боргових паперів з фіксованою прибутковістю. Одним із найбільших покупців американських державних облігацій стали іноземні інституційні інвестори (в основному японські). Їх також цікавили державні облігації Англії, Німеччини та Франції⁴³⁷.

ньому 70–80 млрд доларів, облігаціями — 500 млрд. Обсяг ринку боргових інструментів з 1990 по 2000 рік зріс у Великій Британії з 409 до 825 млрд доларів, у Німеччині — з 995 до 2179, США — з 7433 до 11 078, Франції — з 827 до 1483, Японії — з 2922 до 5307 млрд. У 2000 р. 41–46 % емітентів боргових паперів були приватними компаніями, 54–59 % — державними організаціями. Облігації внутрішніх позик (domestic bonds) у 1994 р. становили в середньому 90 %, облігації зовнішніх позик (international bonds) — 10 %. До 2005 року частка зовнішніх позик зросла до 25 % (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 65–67, 69, 71).

⁴³⁴ Капіталізація американського ринку становила 150 % ВВП у 1996 р. і 164 % ВВП у 2000 році при ліквідності 10 % і 9 % відповідно.

⁴³⁵ Зокрема, обсяг операцій з міжнародними облігаціями (євробондами) зріс із 6 трлн за рік в 1994 р. до 50 трлн у 2000 р. Дві третини цих операцій проводилися в Лондоні (Statistical Abstract of the United States. 2004–2005. — Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. — P. 750).

⁴³⁶ Тільки з 1978 по 1993 р. він збільшився з 447,6 до 2180,2 млрд доларів (Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фабоцци. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 19). Однак ринок довготермінових корпоративних облігацій, характерних для 1960-х або 1970-х років, з 1980-х почав скорочуватися. Довготермінові облігації стали сприйматися як анахронізм, до того ж ці інструменти почали перетворюватися із засобу фінансування корпорацій на інструмент суто спекулятивний (Kaplan E. The Waning of the Long-Term Bond / E. Kaplan // Dun's Business Month. — 1985, June. — P. 40–42).

⁴³⁷ У Німеччині кількість іноземних власників державних облігацій зросла з 38 % в 1991 р. до 46 % в 1996 р. У Франції в 1996 р. близько 70 % державних облігацій перебувало у власності іноземних інвесторів (Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 310).

Серед індивідуальних інвесторів, які вклали свої капітали в облігації, багато було осіб пенсійного віку. Вони хотіли спокійно жити на відсотки і не мучити себе питаннями про ризик інвестицій. Але не все було так просто, як могло здаватися на перший погляд — «молодим краще купувати акції, а літнім облігації». Через інфляцію реальні доходи за облігаціями постійно знижувалися, і люди похилого віку отримували не зовсім те, на що розраховували. Безтурботне життя в старості тільки за рахунок доходу за облігаціями не вдавалося. Щоб зберігати звичний життєвий рівень, потрібно було включати до свого портфелю ще й акції, та бути готовими до періодичних падінь їх курсу.

Навіть якщо прибутковість облігацій підвищується, це вигідно урядам (зацікавленим у продажі величезної кількості облігацій для фінансування державного боргу), а не індивідуальним інвесторам. Протягом семи останніх десятиліть акції давали своїм власникам у середньому 10,3 % щорічно, а облігації — тільки 4,8 %, і цей факт не можна не помічати. Причина більшої прибутковості акцій зрозуміла — коли компанії зростають, вони дають більше доходів; збільшуються дивіденди й загальна прибутковість акцій.

Операції з облігаціями проводилися в усіх фінансових центрах, де були філії й представництва основних глобальних банків. Найбільш динамічним був американський ринок облігацій з воістину величезною капіталізацією — 11 612 млрд доларів у 1996 р. і 16 032 млрд у 2000 р. Японський ринок посідав друге місце⁴³⁸, і там у 2004 році загальний обсяг заборгованості за цими паперами досяг 9 трлн доларів. Найбільшою була частка державних облігацій (60 %)⁴³⁹ — вони торгувалися переважно на позабіржовому ринку, однак їхня ліквідність помітно поступалася ліквідності аналогічних паперів інших країн. Третє місце за значенням займав британський ринок (а точніше — лондонський ринок євробондів), хоча за капіталізацією він відставав від ринку Німеччини. Саме євробонди зробили

⁴³⁸ Капіталізація японського ринку облігацій становила 4793 млрд доларів у 1996 р. і 5897 млрд у 2000 р. А відносно капіталізації до ВВП японський ринок (162 % у 1996 р. і 184 % у 2000 р.) навіть випереджав американський (150 % і 164 %).

⁴³⁹ Корпоративних облігацій було набагато менше — 10 %, банківських і муніципальних — по 7 %, решту становили інші боргові інструменти.

настільки впливовим лондонський ринок, а не британські облігації, обсяги операцій з якими були порівняно невеликими⁴⁴⁰.

У континентальній Європі наприкінці 1990-х років виник власний облігаційний ринок, який успішно конкурував із Нью-Йорком, Лондоном і Токіо⁴⁴¹. Найбільшими стали ринки в Німеччині та Франції, де обсяг операцій з облігаціями набагато перевищував операції з акціями. Французький ринок поступався німецькому за капіталізацією в абсолютних цифрах, але за капіталізацією у відношенні до ВВП перевершував його⁴⁴².

Однак, на відміну від Німеччини, де основними (крім держави) емітентами облігацій були банки, у Франції їх випускали найчастіше нефінансові компанії⁴⁴³. У Німеччині банки були не

⁴⁴⁰ Загальна заборгованість за корпоративними облігаціями в 2004 році становила у Великій Британії 214 млрд фунтів для нефінансових компаній і 218 млрд для фінансових. Порівняно з іншими країнами розміри ринку внутрішніх корпоративних облігацій були невеликими, тому що англійські компанії в основному використовували для фінансування міжнародні єврооблігації. Сумарний борг за ними в цей час становив 869 млрд фунтів. Основними їхніми емітентами були банки, будівельні товариства і найбільші компанії, такі як British Telecom та інші (The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors / Ed. N. Battley. — L.: Irwin Professional Publications, 1997. — P. 1471–1481). За капіталізацією відносно до ВВП (75 % у 1996 р. і 80 % у 2000 р.) британський ринок облігацій також відставав від інших країн (162 % і 184 % у Японії, 150 % і 164 % у США, 119 % і 94 % у Франції, 117 % і 121 % у Німеччині).

⁴⁴¹ Важливим його сегментом були італійські державні облігації. У 1992 р. загальний обсяг їхнього випуску досягав 850 млрд, після чого італійський облігаційний ринок став одним із найбільших у світі. З 1988 р. на ньому почала працювати електронна торговельна система MTS (Mercato dei Titoli di Stato), а в 1998 р. цю торговельну систему стали використовувати для державних облігацій усіх країн ЄС. У 2004 р. обсяг операцій MTS досягав 85 млрд доларів на день, значно випередивши ринок британських державних облігацій з обсягом операцій 20 млрд доларів. Центральний офіс MTS перебував у Лондоні — європейському фінансовому центрі з найбільшою концентрацією банків і фінансових компаній, зокрема представництв найбільших глобальних інституціональних інвесторів.

⁴⁴² Капіталізація французького ринку облігацій у 1996 р. становила 1481 млрд доларів (119 % ВВП), в 2000 р. — 1446 млрд (94 %); у Німеччині в ці роки — 204 млрд (117 % ВВП) і 2572 млрд (121 %). Ліквідність французького ринку боргових інструментів знизилася з 85 % в 1996 р. до 3 % у 2000 р.

⁴⁴³ Основними емітентами облігацій у Франції в 2000 р. були державні органи (43,4 %), нефінансові компанії (28 %) і фінансово-кредитні організації (28,6 %, з них банки становили 11,5 %). Серед інвесторів, що вкладали свої капітали в облігації, у 2000 р. на першому місці були страхові компанії (38,8 %), потім іноземні інвестори (23,0 %) і банки (10,4 %). Частка індивідуальних інвесторів становила 9,8 %, небанківських фінансових інститутів —

тільки основними емітентами облігацій, але й головними інвесторами на облігаційному ринку (36 % у 2004 р.), на другому місці після них були іноземні інвестори (33 %) ⁴⁴⁴.

Світовий ринок акцій

Глобальний ринок акцій у 1990-х роках був меншим за обсягом, ніж облігаційний ринок, але набагато складнішим за своєю організацією. На відміну від облігацій — паперів із фіксованою прибутковістю, ризик дефолту за якими був невеликий, прибутковість акцій залежала від багатьох обставин, які важко було заздалегідь прогнозувати. Однак за рахунок загального підйому в це десятиліття обсяг операцій з акціями стрімко зріс ⁴⁴⁵. З 1980 по 2000 р. капіталізація світових рин-

9,5 %, нефінансових компаній — 5,4 % (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 468). У Німеччині облігації, випущені банками, становили 62 % у 1990 р. і 64 % у 2000 р., державні облігації — 38 % і 36 %, а частка корпоративних облігацій була зовсім малою — 0,2 % і 0,6 % (Deutsche Bundesbank Capital market statistics. June, 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. — P. 26. — <http://www.bundesbank.de>). Серед банківських облігацій найбільше було іпотечних (hypotheken-pfandbriefe) і публічних пфандбрифів (öffentliche pfandbriefe) — цінних паперів, забезпечених іпотечними заставними або кредитами, виданими державним органам. Іпотечні пфандбрифи становили близько 20 %. Ринок пфандбрифів за капіталізацією (826 млрд євро в 2000 р.) посідав шосте місце у світі після ринків державних облігацій США і Японії, ринку іпотечних облігацій США, комерційних паперів США й муніципальних облігацій США. Для пфандбрифів не було передбачено їхнє дострокове погашення на відміну від американських і англійських MBS. Операції із цими облігаціями відбувалися в основному на позабіржовому ринку, де угоди з ними укладали за допомогою телефону (The Pfandbrief. The Europe's biggest bond market. Facts and Figures. — Bonn: Association of German Mortgage Banks, 2002. — P. 9. — <http://www.pfandbrief.org>).

⁴⁴⁴ Крім того, інституційним інвесторам (переважно страховим компаніям) належало 17 % ринку, індивідуальним інвесторам 13 %. (Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991–2004. Frankfurt. Sept. 2005. — P. 103). Прибутковість за облігаціями в 1990 р. становила в середньому 9 % річних, в 2000 р. — у середньому 5,5 % (Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics. June 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. — P. 36. — <http://www.bundesbank.de>).

⁴⁴⁵ На біржі NASDAQ вартість операцій з акціями зросла з 452 млрд доларів у 1990 р. до 19 799 млрд у 2000 р. (ліквідність — з 146 % до 550 %). На біржі NYSE — з 1325 млрд до 11 060 млрд (ліквідність — з 50 % до 100 %) (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 57).

ків акцій збільшилися майже в 13 разів, хоча світовий ВВП — тільки в 2,5 раза. Середнє для світового ринку акцій відношення капіталізації до світового ВВП підвищилося з 23 % до 118 %⁴⁴⁶ — вірна ознака випереджального розвитку фінансового сектору. В останнє десятиріччя XX століття збільшилися кількість індивідуальних інвесторів, які вкладали свої капітали в акції. Лідером стала Швеція, де в середині 1990-х акціями володіло 35,3 % населення. Потім йшли США (21,1 %), Англія (17,5 %), Франція (10,1 %), Японія (9 %), Німеччина (5 %).

Хоча в Німеччині до приватизації Deutsche Telecom у 1996 р. кількість власників акцій була невеликою — 5 % населення, у 2001 році вона збільшилася до 20 %. Подібне зростання кількості власників акцій відбувалося в інших країнах, особливо східноєвропейських. Загалом завдяки приватизації у всіх країнах було отримано близько 1 трлн доларів, і завдяки участі в приватизаційних програмах у світі з'явилися мільйони нових акціонерів⁴⁴⁷.

Щоправда, ринок акцій мав першочергове значення як джерело капіталу лише в англо-американській моделі фінансових ринків. У країнах Західної Європи і Японії, де цю роль виконують банки, капіталізація ринків акцій відносно до ВВП звичайно менше, ніж у США, Англії та інших країнах з англо-американською моделлю фінансового ринку (Канада, Австралія та інші)⁴⁴⁸. Але це не є ознакою слабого розвитку фінансової системи або економіки загалом.

⁴⁴⁶ У 2000–2002 рр. після краху інтернет-компаній і загального спаду, спричиненого невинуватими очікуваннями від «нової економіки», цей показник знизився до 66 %, потім знову зріс до 100 % у 2003 р. (Рубцов Б. Б. *Современные фондовые рынки* / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 47–49).

⁴⁴⁷ У розвинених країнах і тих, що розвивалися, в 1980-х було приватизовано й перетворено на акціонерні компанії 6800 державних підприємств, у 1990-х — більше 60 тисяч (Havrylyshyn O. *Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature* / O. Havrylyshyn, D. McGettigan. — IMF Working Paper. Jan. 1999. — P. 5. — <http://www.imf.org>).

⁴⁴⁸ За капіталізацією ринку акцій (відносно до ВВП) лідерами були Велика Британія (135 % у 1996 р. і 170 % у 2000 р.) і США (108 % і 155 % відповідно). У Японії, де почалася рецесія, капіталізація ринку акцій знизилася зі 105 % у 1996 р. до 98 % у 2000 р. У Німеччині капіталізація ринку акцій зросла з 35 % до 69 %, у Франції — з 47 % до 91 %. Ліквідність ринку акцій збільшилася в ці роки з 85 % до 205 % у США, з 36 % до 71 % в Англії, з 88 % до 142 % у Німеччині, з 212 % до 243 % у Франції, з 37 % до 60 % у Гонконгу.

У Гонконгу, який переживав у це десятиліття бурхливий підйом, капіталізація ринку акцій зросла з 359 % ВВП до 378 %, але це не свідчить про реальні розміри економіки Гонконгу і його ринку акцій. Капіталізація ринку акцій відносно до ВВП показує не стільки рівень розвитку економічної системи, скільки національні особливості механізмів залучення капіталу. У Німеччині та Франції цей показник значно нижчий, ніж в Англії, хоча ефективність економіки в Німеччині та Франції навряд чи набагато менше, ніж в Англії. Інша річ, що економіка країн континентальної Європи традиційно орієнтована більше на банківське фінансування, а не на ринок цінних паперів. А те, що в Англії капіталізація ринку акцій відносно до ВВП була помітно вищою, ніж у США, означає лише, що зростання англійського ринку акцій випереджало зростання економіки загалом.

Структура власності на акціонерний капітал залишалася найбільш демократичною у США, де 50 % акцій у 1995 р. і 36 % у 2002 р. належало індивідуальним інвесторам, незважаючи на те, що інституційні інвестори (пенсійні та взаємні фонди, а також страхові компанії) усе більше проникали на цей ринок⁴⁴⁹. У Німеччині та інших країнах континентальної Західної Європи основними власниками акцій були банки та нефінансові компанії. За такої схеми власності (її називають інсайдерською) звичною справою є великі пакети акцій і перехресне володіння ними, а власники акцій виявляються пов'язаними з компанією, що випустила ці папери. У США та інших країнах з англо-американською моделлю ринку цінних паперів значна частина акцій належала індивідуальним та інституційним інвесторам, які найчастіше не мали жодного стосунку до компанії-емітента.

У центрі уваги інвесторів у 1990-х роках були акції компаній, пов'язаних з інформаційними технологіями, що й зрозуміло — ці технології визначили сутність не тільки десятиліття 1990-х, а й усієї постіндустріальної епохи. Хоча такі папери не домінували на ринку (за ринковою вартістю вони становили близько 30 % усіх акцій, якими торгували на ринку), ІТ-компанії приваблювали перспективами швидкого зростання. Тільки в Microsoft ринкова капіталізація була вдесятеро більшою, ніж у всіх гірничодобувних підприємств світу.

⁴⁴⁹ У 2002 р. взаємним фондам належало 19 % акцій, страховим компаніям і пенсійним фондам — 29 %.

Акції більшості таких компаній торгувалися на американській біржі NASDAQ, вплив якої зростав. За прикладом NASDAQ подібні ринки цінних паперів високотехнологічних компаній виникли в Європі (EASDAQ, Neuer Markt у Німеччині та інші). Вони були незалежними від традиційних бірж у Лондоні, Франкфурті, Парижі, Амстердамі, Мілані чи Брюсселі. Нові біржі, як і ринок акцій загалом, приваблювали до себе переважно внутрішніх інвесторів⁴⁵⁰. Для прибуткового інвестування в акції потрібно добре знати цей ринок, а також реальний стан й перспективи компаній, що випустили акції. Внутрішнім інвесторам розібратися у всьому цьому було набагато легше, ніж іноземним.

Втім, після того як у 1990-х роках були зняті обмеження на міжнародний рух капіталів, інвестори могли розміщувати свої капітали в будь-яких частинах світу, — там, де це було вигідніше. Таким чином світовий ринок акцій став справді глобальним, хоча при цьому він залишався системою регіональних ринків, як і раніше організованих навколо найбільших бірж і фінансових центрів.

Серед світових ринків акцій найбільш динамічно у 1990-х роках розвивався американський⁴⁵¹. Зростання ринку забезпечувала велика кількість його учасників⁴⁵², зокрема індивідуальних інвесторів і великих інституційних інвесторів, а також розвинений корпоративний сектор — з 500 найбіль-

⁴⁵⁰ У США в 2000 р. серед власників акцій було тільки 7 % іноземних інвесторів, а серед власників корпоративних облігацій — близько 20 %.

⁴⁵¹ Капіталізація ринку акцій США зросла з 8354 млрд доларів у 1996 р. (108 % ВВП) до 15 131 млрд (155 %), ліквідність ринку — зі 118 % до 142 %.

⁴⁵² У США професійними учасниками ринку цінних паперів вважалися комерційні банки, ощадно-позикові асоціації, пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні компанії (взаємні фонди різних типів), а також брокерсько-дилерські компанії, які спеціалізувалися на операціях із цінними паперами. У 2002 р. було зареєстровано 6768 брокерсько-дилерських компаній (Statistical Abstract of the United States, U. S. Census Bureau: 2004. — Р. 759. — <http://www.census.gov>). Наприкінці 2000 р. в «індустрії цінних паперів» (securities industry) працювало 837 тис. осіб (в 1990 р. — 417 тис.) (2001 Securities Industry Fact Book. — N. Y.: Securities Industry Association, 2001. — Р. 28–30. — www.sia.com). Найбільшими брокерсько-дилерськими фінансовими компаніями були Merrill Lynch, Paine Webber Incorporated, Prudential-Bache Capital Funding, Lehman Brothers. Вони надавали повний асортимент фінансових послуг, маючи велику кількість відділень і тисячі співробітників. Ще однією групою учасників ринку були інвестиційні банки, що працювали тільки з великими клієнтами — Morgan Stanley, Salomon Brothers, Goldman Sachs, Bear Sterns та інші.

ших у світі компаній понад 200 були американськими⁴⁵³. Основними за величиною активів учасниками американського ринку акцій стали інституційні інвестори — вони володіли понад 50 % цінних паперів, що належали внутрішнім інвесторам⁴⁵⁴. Динамізму американському ринку додавала конкуренція — між корпораціями, банками⁴⁵⁵, найбільшими брокерськими фірмами, а також біржами NYSE і NASDAQ.

Британський ринок акцій⁴⁵⁶ за темпами свого розвитку був близький до американського. Завдяки масовій приватизації великих державних компаній⁴⁵⁷ кількість британських акціонерів зросла з 3 млн у 1980 р. до 11 млн у 1991 р. і досягла 13 млн у 2002 р.⁴⁵⁸ Цей ринок притягував до себе багатьох іноземних інвесторів, національним фінансовим системам яких не вистачало глибини й розвиненості інфраструктури, потрібних для роботи із цінними паперами великих компаній. У 2000 році інвесторам з інших країн належало близько 20 % британських цінних паперів.

Японський ринок акцій наприкінці 1980-х років за капіталізацією випередив американський і вийшов на перше місце у світі (40 % загальносвітової капіталізації). Потім під час кризи 1990 року в Японії курси акцій швидко знизилися, а темпи економічного зростання зменшилися з 4 % за рік до

⁴⁵³ Citigroup, Exxon Mobil, General Electric, IBM, Microsoft, Procter and Gamble, Wal-Mart та ін.

⁴⁵⁴ Більше половини (близько 60 %) усіх американських паперів належало в 2000 році іноземним інвесторам.

⁴⁵⁵ У 1990-х роках та особливо в наступне десятиліття після численних злиттів і поглинань межі між інвестиційними та комерційними банками, а також між банками й небанківськими фінансовими компаніями виявилися розмитими та умовними. До кінця 1990-х років американські банки перетворилися на універсальні фінансові холдинги, найбільшим з яких став Citigroup.

⁴⁵⁶ Капіталізація англійського ринку акцій зросла з 1643 млрд доларів у 1996 р. (135 % ВВП) до 2612 млрд (170 %) у 2000 р.

⁴⁵⁷ British Aerospace, British Petroleum, British Airways, British Airports Authority, Jaguar, Rolls-Royce, British Steel, British Telecom, British Gas, British Rail, London Buses, British Energy та інші.

⁴⁵⁸ В англійських акціонерних товариствах серед власників акцій переважали пенсійні фонди (31,7 % у 1990 р. і 17,7 % у 2000 р.), страхові компанії (20,4 % і 21,9 %), індивідуальні інвестори (20,3 % і 16,0 %), а також іноземні інвестори, частка яких швидко зростала (11,8 і 32 %). Частки інших фінансових установ, зокрема інвестиційних трастів, були незначними (Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004. — P. 9 — <http://www.statistics.gov.uk>).

1 % порівняно з 3 % у США й 2 % у найбільших країнах Західної Європи⁴⁵⁹. Кількість японських індивідуальних інвесторів значно зросла з 4 млн у 1950 р. до 35 млн у 2004 р. Однак їхня частка в акціонерному капіталі за ці роки знизилася з 70 % до 20 %, тому що згідно з японською традицією інвестори хотіли вкладати свої заощадження не в цінні папери, а у пенсійні фонди та банки⁴⁶⁰.

Іноземних власників акцій у Японії було небагато — їхня частка знизилася з 6,3 % у 1983 р. до 4,2 % у 1990 р. в основному за рахунок взаємного перехресного придбання акцій японськими компаніями⁴⁶¹. Це робилося з метою запобігти впливу на японський ринок іноземних інвесторів (насамперед американських), які виявляли підвищену активність під час японського буму. Надалі, під час спаду японської економіки, частка іноземних інвесторів знову стала зростати й досягла 20 % на початку 2000-х років. Загалом японський ринок акцій не тільки не був основним джерелом фінансування економіки, а й не мав у цьому фінансуванні помітного значення⁴⁶², тому що в японській фінансовій системі домінували банки — у 2004 р. їм належало понад 50 % активів⁴⁶³.

⁴⁵⁹ У структурі акціонерного капіталу в Японії на першому місці в 1990 р. були фінансові установи — 45,2 % (в 2000 р. — 37,0 %), потім ішли нефінансові корпорації — 25,2 % (22,3 %), банки — 16,4 % (19,5 %), страхові компанії — 13,2 % (7,6 %), інвестиційні трасти — 3,6 % (2,2 %), пенсійні фонди — 0,9 % (4,3 %) та інші інвестори (Shareownership Survey. — 2005. — Р. 5, 15 — <http://www2.tse.or.jp>).

⁴⁶⁰ Почасти це було пов'язане з тим, що права японських акціонерів більш обмежені, ніж в США. Зазвичай вони купують акції не стільки для отримання прибутку, скільки для зміцнення зв'язків із компанією — власниками акцій стають співробітники, а не сторонні акціонери. Тому якщо американський акціонер при зниженні курсу акцій їх продасть, японський так не зробить — для нього відносини з компанією важливіше, ніж прибуток.

⁴⁶¹ У середині 1990-х такі корпоративні акціонери (яких називають інсайдерськими) володіли до 38 % акцій. У цьому Японія сильно відрізнялася від США, де більше половини акцій перебувало у власності великих і дрібних індивідуальних інвесторів, зацікавлених в одержанні дивідендів.

⁴⁶² У 1991–2001 рр. за допомогою емісії акцій було отримано близько 2 трлн єн за рік, що становило лише 0,5–1,6 % від загального обсягу фінансування економіки (Stock Exchange Fact Book 2003. — Р. 39–40, 42–43. — <http://www2.tse.or.jp>).

⁴⁶³ Страховим компаніям належало 9,4 % активів, інвестиційним трастам — 2,6 %, а брокерським і дилерським компаніям — лише 1,1 % (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 383). Вторинний ринок акцій у Японії був переважно біржовим,

У Німеччині за усталеною традицією інвестиції в акції ніколи не були особливо популярними⁴⁶⁴, і в середині 1990-х років власниками акцій було тільки 5 % населення. Структура власності на акціонерний капітал нагадувала японську — у ній переважали компанії, що перехресно володіли акціями одна одної⁴⁶⁵.

У Франції в це десятиліття власниками акцій було 10,1 % населення, і щодо цього французькі акціонери випереджали Німеччину і Японію. Поширення приватних пенсійних фондів, які пропонували інвестувати капітали в акції, помітно змінило психологію французьких індивідуальних інвесторів, вони стали більш схильні до ризику й почали вкладати свої заощадження в акції. А завдяки приватизації кількість власників акцій зросла з 1,3 млн у 1978 р. до 5,4 млн у 1991 р. і 5,6 млн у 2000 р. Капіталізація французького ринку акцій перевершувала капіталізацію ринку акцій Німеччини, але відставала від інших найбільших ринків⁴⁶⁶. Структура власності на акції відрізнялася від англо-американської та німецької — основною групою інвесторів у 2000 р. були нефінансові торгово-промислові компанії⁴⁶⁷. Частка держави в акціонерному капіталі була підвищеною порівняно з іншими країнами, хоча вона зменшилася після масштабної приватизації.

і 90 % його операцій пов'язані з Токійською біржею (Tokyo Stock Exchange, TSE). Лідерами на ринку акцій в 1990-х роках були найбільші японські корпорації — Toyota, NTT, Mitsubishi, Honda, Nissan, Sony, з фінансових компаній — Nomura Holdings.

⁴⁶⁴ У структурі фінансових активів населення переважали банківські депозити та готівкові заощадження. Вони становили 48 % у 1990 р. і 35 % в 2001 р., інвестиції в акції — лише 6 % і 9 %, в облігації — 14 % і 10 %, вкладення в страхові компанії та інші активи — 28 % і 34 % (Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990–1998. — Frankfurt, 1999. — P. 46–47).

⁴⁶⁵ Таких компаній було 64,0 % у 1990 р. і 62,6 % у 2002 р. Потім ішли фінансові установи — 22,0 % і 17,0 %; індивідуальні інвестори — 17,0 % і 14,1 %; іноземні інвестори — 14,0 % і 17,5 %; банки — 10,0 % і 7,5 %; страхові компанії — 3,2 % і 5,1 %; інвестиційні фонди — 3,3 % і 4,4 % (Deutsche Bundesbank. Securities deposits. August 2005. — P. 32 — <http://www.bundesbank.de>).

⁴⁶⁶ У Франції капіталізація ринку акцій (47 % ВВП у 1996 р. і 91 % у 2000 р.) була більшою, ніж у Німеччині (35 % і 60 %), але помітно поступалася Японії (105 % і 98 %), США (108 % і 155 %), а також Англії (135 % і 170 %).

⁴⁶⁷ У 2000 році частка цих компаній досягала 36,6 %. На другому місці були іноземні інвестори (21,6 %), потім індивідуальні інвестори (20,7 %), банки (6,5 %), інші фінансові організації (6,0 %), страхові компанії (4,6 %) і держава (4,2 %) (Shareownership Structure in Europe. 2004. — Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. — <http://www.fese.eu>).

Столиці капіталу

Нью-Йорк

Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Париж і Франкфурт були наприкінці XX століття основними світовими столицями капіталу. Для виникнення фінансового центру глобального масштабу потрібне поєднання багатьох умов: загальної економічної свободи, сприятливого правового клімату, стабільності національної валюти, наявності системи ефективних фінансових інститутів, активних і динамічних фінансових ринків, розвинутих технологій та зв'язків для інтеграції фінансового центру у світовий ринок. А головне — потрібні люди з фінансовими знаннями і досвідом. Це той «людський капітал», який часто нагромадити набагато важче, ніж капітал фінансовий.

У різних фінансових центрах світу ці умови відрізнялися. Тому Лондону знадобилося декілька століть, щоб стати таким центром, Нью-Йорку й Токіо вистачило для цього сто років, а такі азійські міста, як Гонконг або Сінгапур, стали столицями капіталу за набагато коротший час. Про масштаби кожного з фінансових центрів наочно свідчить кількість людей, що працювали там у фінансовому секторі. У Нью-Йорку (за даними за 2004 р.) — 314 тисяч, у Лондоні — 311 тисяч, у Токіо — 172 тисяч, у Франкфурті — 90 тисяч, у Гонконгу — 80 тисяч, у Парижі — 65 тисяч⁴⁶⁸.

У 1990-х роках Нью-Йорк став основним епіцентром фінансових інновацій і символом американського домінування в глобальній економіці. У цьому місті зароджувалися нові інвестиційні стратегії та інструменти, там знаходилися найбільші банки (Citigroup і Morgan Chase) разом з основними фінансовими компаніями (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley). Найстарша й найбільша Нью-Йоркська біржа (New York Stock Exchange, NYSE) в 1990-х роках вклала понад 1 млрд доларів у модернізацію, щоб мати можливість оперувати зростаючою кількістю цінних паперів. За капіталізацією (11 000 млрд доларів у 2001 р.) NYSE значно перевершувала

⁴⁶⁸ Roberts R. The City: A Guide to London's Global Financial Centre / R. Roberts. — L.: John Wiley & Sons, 2004. — P. 246–247.

всі інші біржі — NASDAQ (2900 млрд), Токійську (2300 млрд) і Лондонську (2150 млрд).

Однак ця біржа, яка найдовше зберігала традиційні методи операцій у біржовій залі⁴⁶⁹ (а це наприкінці 1990-х років стало вже явним пережитком минулого), втрачала свою роль монополіста. Консерватизм NYSE гальмував її розвиток у 1990-х роках, коли майже всі біржі перейшли на електронні торги через Інтернет, і лише подекуди ще зберігалася система заявок на операції за допомогою телефону. Не дивно, що все більше клієнтів NYSE переходило на біржу NASDAQ, яка спеціалізувалася на паперах компаній зі сфери високих технологій. Приклад подавали лідери цієї галузі — Microsoft та Intel (третя й п'ятнадцята за розміром у списку найбільших у світі компаній), які обрали NASDAQ⁴⁷⁰. NYSE поки що залишалася найбільшою у світі за своїми сукупними оборотами (виграючи за рахунок операцій з облігаціями), але вона все менше контролювала американський ринок цінних паперів.

Однак і NASDAQ теж відтісняли конкуренти. Робота цієї біржі в той час була заснована на отриманні інформації за допомогою комп'ютерних систем і телефонних замовлень на проведення операцій. Проте інвесторів у другій половині 1990-х років набагато більше цікавили повністю електронні торговельні системи Instinet і Archipelago⁴⁷¹, де й витрати на проведення угод стали нижчими, та й самі угоди було проводити набагато простіше за допомогою персонального комп'ютера з будь-якої точки світу. Біржові посередники, які приймали замовлення за допомогою телефону, вже були не потрібні.

Третя за значенням американська біржа AMEX (American Stock Exchange), також розташована в Нью-Йорку, значно поступалася NYSE і NASDAQ, хоча саме AMEX у 1990 році першою запровадила систему повністю електронних тор-

⁴⁶⁹ NYSE перейшла до електронних торгів тільки в 2006 році після поглинання торговельної системи Archipelago.

⁴⁷⁰ За розмірами обороту акцій американських емітентів біржа NASDAQ (8 трлн у 2004 р.) наздоганяла NYSE (10,5 трлн доларів). Обсяг операцій з акціями NYSE зріс від 1394 млрд доларів у 1990 р. до 11 217 млрд у 2000 р., біржі NASDAQ — з 452 до 19 799 млрд, біржі AMEX — з 65 до 915 млрд (Statistical Abstract of the United States 2004–2005. — P. 755. — <http://www.census.gov>).

⁴⁷¹ Instinet був поглинений NASDAQ у 2005 році, а NYSE поглинула Archipelago у 2006 році.

гів⁴⁷². На ній котирувалися акції другорядних компаній, а також опціони, деривативи та папери іноземних емітентів.

Наприкінці 1990-х років привабливість Нью-Йорка та американського ринку почала знижуватися. Почасти це було пов'язане з надмірним фінансовим регулюванням і боротьбою за інформаційну прозорість, яка подобалася не всім учасникам світових ринків. Крім того, інші фінансові центри швидко зростали і ставали серйозними конкурентами для американських бірж⁴⁷³. Там на біржах були створені нові електронні торговельні системи, більш ефективні й вигідні, ніж американські. Серед управляючих цих бірж було багато тих, хто пройшов школу американського фінансового бізнесу, де вони набули досвіду організації біржової торгівлі.

Лондон

Це місто, яке стало в XIX столітті фінансовим серцем світу, насправді не переставав ним бути, незважаючи на період відносного занепаду з 1930-х по 1950-ті роки. Головною перевагою Лондону ще з часів Британської імперії була його відкритість до світу, і в цьому він не знав собі рівних, як і в розвиненості фінансового сектору. Наприкінці XX століття в цьому секторі працювало близько 1 млн осіб, з них третина — у лондонському Сіті⁴⁷⁴. Хоча Лондон поступав-

⁴⁷² У 1998 р. ця біржа була поглинена NASDAQ, але в 2004 р. учасники AMEX викупили біржу.

⁴⁷³ Якщо порівняти обсяги операцій з тими самими акціями, зареєстрованими на різних біржах, то неважко помітити, які біржі були більш вигідними для учасників ринку. На початку 1980-х більше 50 % таких операцій відбувалися в США, а до кінця 1990-х кількість операцій на біржах інших країн перевищила кількість операцій у США.

⁴⁷⁴ У фінансовому секторі Великої Британії в 2000 р. вироблялося близько 5 % ВВП, і ще 3–4 % у таких суміжних галузях, як аудит, облік, юридичні та консалтингові послуги. Банки та інші фінансові компанії Лондону проводили 30 % щоденних валютних операцій на суму 500 млрд доларів у день, контролюючи 60 % первинного ринку єврооблігацій і 70 % вторинного. На початку XXI століття в Лондоні працювало 287 іноземних банків — за їхньою кількістю він випереджав Нью-Йорк (235) і Париж (157). На англійському фінансовому ринку в 2004 році найбільша частка активів (36 %) перебувала в управлінні інвестиційних і комерційних банків; 33 % — в управлінні страхових компаній; 17 % — в інвестиційних компаній різного типу; 6 % — у пенсійних фондів і 8 % — в інших учасників (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 297–298, 307).

ся Нью-Йорку й Токіо за капіталізацією ринку акцій, багато в чому він був явним лідером — за операціями з іноземними цінними паперами (45 % усіх операцій у Лондоні, 22 % у Нью-Йорку) та з іноземною валютою (32 % у Лондоні, 18 % у Нью-Йорку), а також з управління активами (2600 млрд у Лондоні, 2400 млрд у Нью-Йорку).

Центром британського ринку цінних паперів була найстаріша Лондонська біржа (London Stock Exchange, LSE), на якій перетиналися інтереси багатьох груп інвесторів, зокрема з інших країн. Їх обслуговувала ціла система банків і брокерських компаній, англійських і транснаціональних. На «основному ринку» акцій (Main Market) Лондонської біржі торгувалися папери відомих компаній⁴⁷⁵. Як і в минулі століття, Лондонська біржа надавала можливість багатьом іноземним компаніям вийти на світовий ринок цінних паперів. Секрет популярності цієї біржі був простий — на неї можна було легко вивести іноземні цінні папери. А давні традиції біржі та досвід різноманітних операцій були гарантією того, що розміщення паперів у Лондоні стане ефективним.

Після «Великого вибуху» 1986 року Лондонська біржа LSE перейшла від традиційної форми операцій у торговельному залі до частково комп'ютеризованого стилю роботи. Інформація збиралася за допомогою комп'ютерної системи, а замовлення на проведення операцій приймали телефоном, як і на біржі NASDAQ. До середини 1990-х років біржа LSE часом ще намагалася створювати штучні обмеження на проведення операцій, щоб зберегти свою роль монополіста в доступі до інформації й залишатися основним посередником. Ці спроби втратили сенс тільки з 1997 року, коли з'явився повністю електронний ринок, а його учасники одержали можливість самостійно проводити операції за допомогою персональних комп'ютерів.

У Лондоні операції із цінними паперами концентрувалися в руках порівняно невеликої кількості фінансових компаній, які мали для цього всі необхідні ресурси та ділові зв'язки. У 1999 році 80 % операцій на Лондонській біржі проводило 60 великих банків і брокерських компаній⁴⁷⁶. Деякі з них були

⁴⁷⁵ Тютюнової компанії BAT, нафтової British Petroleum, фармацевтичної Glaxo, гірничодобувної Rio Tinto, телекомунікаційної Vodafone, банківської групи HSBC та ін.

⁴⁷⁶ У 2005 році рівень концентрації став ще вище — десять найбільших банків і фінансових компаній проводили 50 % усіх операцій.

англійськими, але більшість — іноземними. Найбільша лондонська дилерська компанія Smith New Court стала частиною Merrill Lynch, а провідна брокерська компанія Casenoves об'єдналася з J. P. Morgan Chase.

Акції дрібних і нових компаній торгувалися на окремому ринку — Alternative Investment Market (AIM), який почав роботу в 1995 р. Інвестиції на цьому ринку були більш ризикованими, але підвищений прибуток приваблював інвесторів, і до кінця 1990-х років AIM став одним із найбільш успішних у світі молодих ринків, притягуючи до себе акції багатьох компаній, пов'язаних із високими технологіями, зокрема з інших країн. До того ж він давав змогу вийти на ринок тим, у кого не було можливості потрапити на «основний ринок» — на Лондонську біржу LSE.

У Лондон також перенесли швейцарську біржу Swiss Stock Exchange. Виявилося, що набагато простіше перенести її в Англію, де були більш ліберальні закони для фінансового бізнесу й розвинені інформаційні технології, ніж намагатися забезпечити в Цюриху необхідні умови для ефективної роботи з паперами великих швейцарських компаній Nestle, Novartis, Roshe та інших⁴⁷⁷. Розпочавши роботу з акціями великих швейцарських транснаціональних компаній, ця біржа незабаром стала центром загальноєвропейського ринку акцій з оборотом понад 2 млрд доларів за день.

Токіо

Глибокі зміни відбувалися в 1990-х роках також на азійських ринках. Поширення систем електронної торгівлі торкнулося Сінгапуру і Гонконгу, австралійської біржі в Сіднеї та найбільшого фінансового центру Азії — Токіо з біржею Tokyo Stock Exchange (TSE). Токійська біржа стала лідером у другій половині 1980-х років, коли через неї проходило 60% загальносвітового обсягу операцій із цінними паперами. У цей час була велика ймовірність, що глобальне фінансове лідерство справді може перейти від Нью-Йорка до Токіо, як колись, на початку XX століття, воно перейшло від Лондону до Нью-

⁴⁷⁷ У 1995 р. від Swiss Stock Exchange відділилася розташована в Лондоні електронна біржа Tradepoint, у 2000 р. перейменована на Virt-X. Надалі Virt-X перетворили на SWX Europe, а в 2009 р. її поглинула біржа Swiss Exchange.

Йорка. Але після спаду на японському ринку Токійська біржа поступилася першим місцем New York Stock Exchange⁴⁷⁸.

Проникнення на Токійську біржу інформаційних технологій почалося в 1990-х роках під впливом інституційних інвесторів⁴⁷⁹. У 1998 році більшість операцій вже проводили за допомогою електронних торговельних систем, а в 1999 році торговельний зал був закритий, і біржа TSE повністю перейшла на електронні торги. Крім того, скасували фіксовані комісійні та чітко визначили кількість членів біржі⁴⁸⁰. Після тривалого спаду японський ринок цінних паперів почав оживати, і Токіо знову став одним із найбільших світових фінансових центрів, порівняно з Лондоном і Нью-Йорком.

Біржі континентальної Європи

У 1990-х роках процес лібералізації та дерегуляції розпочався і на біржах країн континентальної Європи. Швидке поширення в них систем електронної торгівлі, для реєстрації в яких уже не мало значення, у якому місті та країні перебуває інвестор, зробило ринок справді глобальним. Тому зберігати консервативний стиль роботи бірж вже було неможливо. Європейські біржі вже й так тягнули час до останнього, чим спричинили масову міграцію капіталів до Лондону, особливо після «Великого вибуху» 1986 року. Першими реформи почалися в 1989 році на Паризькій та Мадридській біржах, потім у 1991 р. на Міланській біржі, а з 1993 року на Франкфуртській біржі та в інших фінансових центрах. До кінця 1990-х років багато інвесторів із країн Європи, які користувалися послугами Лондонської біржі, почали повертатися на свої національні ринки.

⁴⁷⁸ За капіталізацією ринку акцій (105 % у 1996 р. і 98 % у 2000 р.) японський ринок був на третьому місці після Англії (135 % і 170 %) і США (108 % і 155 %). Однак за капіталізацією ринку облігацій (162 % і 184 %) японський ринок випереджав США (150 % і 164 %), Німеччину (117 % і 121 %), Францію (119 % і 94 %) і Англію (75 % і 80 %).

⁴⁷⁹ У 1995 році вони володіли більше 40 % японських акцій. Основними серед них були пенсійні фонди з активами 1,6 трлн доларів.

⁴⁸⁰ Фіксовані комісійні почали скасовувати з 1994 р. — спершу для угод понад 1 млрд єн, а з 1998 р. і для угод понад 50 млн єн. А в 2000 р. була скасована фіксована кількість членів біржі, після чого вона скоротилася до кінця 2004 р. до 109. З них 20 були іноземними компаніями.

Підготовка до запровадження євро мала наслідком спроби створити в ЄС єдиний ринок фінансових послуг, хоча ці спроби не дали бажаного результату. У 1993 році була опублікована директива про інвестиційні послуги (ISD), яка мала встановити загальні правила для ринку цінних паперів ЄС. Однак під час підготовки документа пропонувалося так багато суперечливих зауважень, що після внесення численних компромісних положень у текст директиви він став зовсім заплутаним. Тому документ виявився неефективним і не мав помітного впливу на роботу європейських бірж. Там у 1990-х роках створили достатньо просунуті системи електронного трейдингу, які помітно перевершували систему SEAQ на Лондонській біржі.

Зміни, що відбувалися на європейських ринках цінних паперів, добре помітні на прикладі Німеччини. Там навіть на початку 1990-х середовище фінансистів вражало надзвичайним консерватизмом. Навіть люди, які добре знали один одного, мали звертатися тільки на прізвище, а називати колегу на ім'я було не прийнятно. Форма одягу — ділові костюми — навіть не обговорювалася. Німецькі біржі ретельно зберігали вікові традиції, а думки про те, чи потрібні взагалі ці традиції в сучасному світі, одразу відкидалися як еретичні. Надія була тільки на те, що у фінансовий бізнес прийдуть нові люди — молодші та з іншим досвідом.

У 1992 р. у Франкфурті була заснована нова біржова група Deutsche Borse (DB)⁴⁸¹, після чого операції із цінними паперами сконцентрувалися в цьому місті з давніми традиціями фінансового бізнесу. Зміцнювали позиції нової біржі її зв'язки з Європейським центральним банком. У березні 1993 року президентом Deutsche Borse став 44-річний Вернер Зейферт, який був раніше членом правління страхової групи Swiss Re. Зейферт потрапив на цю посаду з ініціативи Рольфа-Ернста Брюера з Deutsche Bank, голови спостережної ради Deutsche Borse і головного ініціатора перетворення цієї біржової групи на акціонерне товариство, щоб у такий спосіб систематизувати модернізацію німецького фінансового сектору.

Зейферт сильно вирізнявся в середовищі німецьких фінансистів. Швейцарський німець, він почав свою кар'єру

⁴⁸¹ До її складу входить Франкфуртська біржа, підрозділ деривативів Eurex (DB управляв ним разом зі швейцарською біржею SWX Swiss Exchange) і депозитарно-клірингова система Clearstream, одна з основних у Європі.

з роботи консультантом у глобальній консалтинговій компанії McKinsey, де добре засвоїв американські методи бізнесу. Демократичний стиль одягу та любов до джазу робили Зейферта з його незмінною трубкою в роті зовсім не схожим на інших німецьких банкірів. Він оточив себе працьовитими молодими менеджерами, частина з яких теж пройшла через McKinsey, і провести в офісі 10 або 12 годин було для нього нормально.

У Зейферта не було досвіду роботи на біржі, і коли він почав працювати на своїй посаді, біржа нагадувала закритий клуб, де полюбляли поговорити про давні традиції Франкфурта та про культурні особливості німецького бізнесу. Але в Зейферта ставлення до біржі було прагматичним, і він мав мету інтегрувати окремі частини цієї біржової групи й розширити застосування електронних торговельних систем, незважаючи на весь опір брокерів і регіональних бірж. Зейферт вважав, що біржа — це лише частина інфраструктури ринку цінних паперів, і вона має виконувати свої технічні функції. По суті, ці функції досить прості — створити добре організовані, прозорі умови для торгівлі й забезпечити ефективність операцій. Кожна заявка має виконуватися якнайшвидше, найдешевше та з найменшими ризиками. А розмови про вікові біржові традиції тут взагалі ні до чого.

Прикладів успішної організації біржового бізнесу було достатньо. Щодо операцій з акціями найкращою вважалася Лондонська біржа LSE, операцій з деривативами — Лондонська міжнародна біржа фінансових ф'ючерсів і опціонів LIFFE, клірингових операцій — Лондонська клірингова палата, а щодо взаємних розрахунків і зберігання цінних паперів — Euroclear. Зейферту потрібно було тільки брати цей готовий досвід і застосувати його у Франкфурті.

Електронна система IBIS, яка існувала тут з 1991 року, на практиці виявилася недосконалою — вона працювала тільки з найбільш ліквідними акціями трьох десятків великих компаній. У 1997 році її замінили на нову трейдингову систему Xetra, на яку витратили 150 млн марок. Ця система працювала з усіма паперами та надавала можливість дистанційного доступу — користувач міг увійти в неї зі свого комп'ютера з будь-якої точки світу. У тому самому році Deutsche Borse створила «Новий ринок» (Neuer Markt) для акцій молодих високотехнологічних компаній. А у вересні 1998 року відкрився європейська біржа деривативів Eurex, створена за зраз-

ком англійської біржі LIFFE. Eurex належала в рівних частках Deutsche Borse і швейцарській компанії SWX. Нова біржа одразу привернула до себе увагу і за перший рік роботи стала другою за величиною біржею деривативів після LIFFE.

Таким чином ще донедавна консервативний, фрагментований і орієнтований на внутрішніх користувачів ринок цінних паперів Німеччини в 1990-х роках став динамічним і просунутим, а Deutsche Borse завдяки своїй агресивній політиці захоплення ринків за короткий час перетворилася з національної біржі на одну з найбільших світових⁴⁸². Однак ринок акцій у Німеччині не мав у 1990-х роках такого значення, як у Японії, не кажучи вже про країни з англо-американською моделлю фінансового ринку⁴⁸³.

У планах було зв'язати через одну електронну систему ринки деривативів Німеччини, Франції та Швейцарії, але цю ідею так і не реалізували. А коли в 1998 році Deutsche Borse заявила про намір створити єдину з London Stock Exchange систему, на якій будуть торгуватися акції трьох сотень найбільших європейських компаній, ця ідея мала сильний опір з боку Франції. Керівництво Паризької біржі знову згадало про свій власний проєкт союзу восьми європейських бірж (зокрема Лондонської, Паризької та Франкфуртської).

Паризька біржа, що має давню історію, в 1980-х роках стала втрачати своє значення порівняно зі світовими фінансовими центрами, особливо Лондоном. Тому піднесення Deutsche Borse у Франції сприйняли як виклик — давнє суперництво з Німеччиною не давало французам спокою. Паризькою біржею в ці роки керував Жан-Франсуа Теодор. Зейферт доброзичливо називав його «старим лисом», з іронією згадуючи елегантно пом'яті костюми Теодора, але захоплювався його приємними манерами, освіченістю, скромністю та водночас здатністю укладали найскладніші угоди⁴⁸⁴. У біржо-

⁴⁸² У 2004 р. на торговельний зал Франкфуртської біржі та електронну систему Xetra припадало 86 % усього біржового обороту, зокрема 95 % операцій з акціями, 60 % з облігаціями й 100 % з ф'ючерсами та опціонами (Factbook 2004. — Р. 15 — <http://www.exchange.de>).

⁴⁸³ У 1996 р. капіталізація німецького ринку акцій становила 35 % ВВП, у 2000 р. — 60 %, японського — 105 % і 98 % відповідно. Ринок облігацій у Німеччині також відставав від японського — його капіталізація становила 117 % ВВП у 1996 р. і 121 % у 2000 р.; у Японії — 162 % і 184 % відповідно.

⁴⁸⁴ Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 227.

вий світ Теодор прийшов з Міністерства фінансів Франції, де працював у департаменті, що займався модернізацією фінансових ринків. У 1990 році він став головою ради директорів «Товариства французьких бірж» (SBF), увійшовши в коло найвпливовіших французьких фінансистів.

У Франції модернізація на ринку цінних паперів почалася набагато раніше, ніж у Німеччині. У 1970-х роках цей ринок був не в кращому стані, і всі визнавали, що він неефективний. У 1979 році була створена Комісія Перуза, яка підготувала свої рекомендації з модернізації операцій із цінними паперами та умов їхнього зберігання. Головним завданням вважалася дематеріалізація цінних паперів, відмова від паперових сертифікатів і повне переведення цінних паперів в електронну форму. Тому з 3 листопада 1984 року всі цінні папери у Франції стали електронними, а в січні 1988 року вирішили повністю анулювати сертифікати на цінні папери. З початку 1990 року вони втрачали юридичну чинність, і всі операції проводилися тільки з електронними документами. На французьких біржах (і на основній з них, Паризькій) радикальна модернізація почалася після появи 22 січня 1988 року закону про реформу біржового ринку⁴⁸⁵.

Система електронних торгів з'явилася на Паризькій біржі в 1986 році⁴⁸⁶. Тоді була створена і ф'ючерсна біржа MATIF (Marche a Terme International de France), а в 1987 р. — опціонна біржа MONEP (Marche des Options negociables de Paris). Після цього французький ринок деривативів став одним із найбільш динамічних. З 1998 року ці біржі повністю перейшли на електронну систему торгів, а з 1999 р. об'єдналися з Паризькою біржею. Нова біржова група мала назву Paris Bourse SBF SA.

⁴⁸⁵ Основні учасники ринку були перетворені на біржові товариства (societe des bourses), у які могли інвестувати капітали банки, страхові компанії та інші фінансові установи. Біржовим товариствам були дозволені всі операції з цінними паперами, зокрема андерайтинг. А після появи закону про модернізацію на ринку фінансових послуг від 2 липня 1996 р. (Loi de modernisation des activites financieres) Паризька біржа перестала бути монополістом у наданні біржових послуг — їх тепер могли пропонувати іноземні біржі. Незабаром усі регіональні французькі біржі, формально самостійні, об'єдналися в асоціацію «Товариство французьких бірж — Паризька біржа».

⁴⁸⁶ З 1986 р. на Паризькій біржі почала працювати електронна торговельна система CAC (Cotation Assistee en Continu), придбана в Торонтської біржі й надалі декілька разів модернізована, після чого вона дістала з 1999 року назву NSC (Nouveau Systeme de Cotation). Традиційні торги в біржовому залі повністю припинили.

Розрахунками під час операцій із цінними паперами займалися дві організації — Sivocam і Saturne (остання належала Банку Франції). З 1993 року головою ради директорів обох організацій став Теодор, і він почав впроваджувати там інформаційні технології. Хоча на ці проекти довелося витратити 700 млн франків, вони виявилися досить успішними. А в червні 1997 року три біржі — Паризька, MONEP і MATIF — уклали договір із Чиказькою товарною біржею про обмін інформаційними технологіями. Це уніфікувало французькі електронні системи і стало додатковим поштовхом для їхнього розвитку. Таким чином до кінця 1990-х років у Франції була створена сучасна електронна система для операцій із цінними паперами, що охоплювала торги, кліринг і взаєморозрахунки. Ця система не тільки не поступалася інноваціям на франкфуртській Deutsche Borse, а й була більш відкритою зовнішньому світові завдяки обміну технологіями з Чиказькою біржею.

Однак за обсягом операцій Паризька біржа не перевершувала Франкфуртську і ще більше поступалася світовим лідерам — Нью-Йоркській, Токійській та Лондонській біржам. Сума операцій з іноземними акціями в 1998 році не перевищувала 10 млрд доларів, що було вп'ятеро менше, ніж у Франкфурті та в 120 (!) разів менше, ніж у Лондоні⁴⁸⁷.

Щоб відновити своє значення, Паризька біржа в травні 2000 р. об'єдналася з Амстердамською та Брюссельською біржами, після чого була створена нова електронна торговельна система Euronext⁴⁸⁸. Її вплив став зростати після того, як вона випустила свої акції та придбала англійську біржу деривативів LIFFE.

⁴⁸⁷ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. — Cambridge: Cambridge University, 2006. — P. 272.

⁴⁸⁸ У 2004 р. система Euronext стала другою за масштабами операцій біржею в Європі з річним оборотом 2,3 трлн доларів, поступаючись тільки Лондонській біржі з оборотом 2,8 трлн і помітно випереджаючи Deutsche Borse з оборотом 2,1 трлн (Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 325). Паризька біржа дістала тепер назву Euronext Paris. Ринок акцій на ній був розділений на чотири сегменти — «Перший ринок» (Premiere Marche), тобто офіційний ринок (Cote Officielle) для акцій найбільших компаній; «Другий ринок» (Seconde Marche) для паперів відомих компаній середнього розміру; «Вільний ринок» (Marche Libre) для акцій відомих дрібних компаній і «Новий ринок» (Nouveau Marche) для паперів молодих і швидко зростаючих компаній. У 2000 р. загальний оборот біржі Euronext Paris становив 1175 млрд євро, з них на «Перший ринок» припадало 1140 млрд, на «Другий ринок» 14 млрд, «Новий ринок» 20 млрд, «Вільний ринок» — близько 1 млрд (Autorite des marches financiers. *Fact Book Euronext Paris*. 2005).

Фінансова цивілізація

Бурхливі дев'яності багатьом нагадували бурхливі двадцяті, як і післявоєнний «золотий час» 1949–1966 років. Але якщо двадцяті закінчилися крахом 1929 року, то в 1990-х фінансові ринки стали набагато керованішими, а велика глобальна криза 2007–2009 рр. була ще попереду. Поширення персональних комп'ютерів, Інтернету, мобільного зв'язку — усе це стало основою буму високотехнологічних компаній, які наповнили ринок своїми цінними паперами.

Епіцентр буму перебував у США, де виникли основні технологічні інновації, а держава (зокрема ФРС) проводила м'яку фінансову політику, не заважаючи буму. Головна мета цієї політики в 1990-х роках була в тому, щоб не гальмувати зростання і водночас не допустити крах, як у 1929 році (або як у Японії, де центральний банк надто швидко «проколов» спекулятивний пузир, після чого в країні почалася тривала економічна депресія). Інфляція та безробіття знижувалися, а профіцит бюджету продовжував збільшуватися.

З 1995 по 2001 р. внесок США в зростання загальносвітової економіки становив 63 % (країн Європи — тільки 8 %) ⁴⁸⁹. Загальний підйом фінансового ринку в це десятиліття був пов'язаний із поєднанням кількох сприятливих чинників — масовим поширенням Інтернету та інших інформаційних технологій, збільшенням доходів індивідуальних інвесторів із середнього класу, послабленням регулювання фінансових послуг і розвитком технології фінансових операцій. Це призвело до загальної демократизації фінансових послуг — вони стали доступними для тих, хто раніше навіть і не думав про вкладення своїх заощаджень у щось інше, крім звичайних банківських депозитів. Тому рівень особистих заощаджень на депозитних рахунках у 1990-х роках сильно скоротився ⁴⁹⁰ — адже всі хотіли їх вигідно інвестувати.

⁴⁸⁹ Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. — СПб.: Питер, 2010. — С. 85.

⁴⁹⁰ З 10,2 % річного доходу на початку 1980-х років до 7,6 % у першій половині 1990-х і менше 4 % у другій половині цього десятиліття. І це при тому, що сукупний валовий особистий дохід збільшився з 4791 млрд доларів у 1990 р. до 8406 млрд у 2000 р. (Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 57–58).

Наприкінці ХХ століття ринок цінних паперів став ключовим елементом у системі фінансових потоків, які зв'язали весь світ і перерозподіляли заощадження в глобальному масштабі, спрямовуючи їх у найбільш вигідні інвестиції та забезпечуючи стабільність світової фінансової системи. Тепер ринок цінних паперів знову мав таке саме місце у світовій економіці, як і на початку сторіччя перед Першою світовою війною.

Однак світ на зламі ХХІ століття сильно відрізнявся від світу в епоху *Rex Britannica* не тільки модами, звичаями й технологіями. Уряди та державні організації (такі як ФРС США) мали набагато більший вплив на ринок цінних паперів, ніж на початку століття. Йдеться не про спроби грубого втручання й контролю, які зазвичай гальмують зростання, а про конструктивне регулювання ринків з метою зниження ризиків.

Наприкінці ХІХ і на початку ХХ століття держави мало що могли зробити зі стихійною поведінкою ринку. Але з другої половини ХХ століття посилився вплив міжнародних фінансових організацій (таких як МВФ, Всесвітній банк тощо), яких сто років тому в принципі не існувало. Можна сперечатися, наскільки ефективна їхня фінансова політика, але загальний позитивний вплив цих організацій на стабільність світового фінансового ринку очевидний.

Ще однією істотною відмінністю глобального ринку цінних паперів кінця ХХ ст. від ринку початку століття став принципово новий рівень його інтеграції, що виник завдяки Інтернету. Телеграф і телефон уже за сто років до того зв'язали світ першою мережею обміну інформацією, тому саме телеграф іноді називають «Інтернетом Вікторіанської епохи». Звучить красиво, але це просто привабливі слова. Очевидно, що телеграф і телефон (з усім їхнім значенням в розвитку фінансових ринків) — це не Інтернет, і проводити операції в режимі реального часу ні телеграф, ні телефон не давали можливості.

Лише наприкінці ХХ століття місце, у якому перебували учасники операцій, їхні міста, країни та континенти, а також відстань між ними справді втратили значення. Важливим було тільки підключення до Мережі — *World Wide Web*. І активи, якими вони володіли або мали право розпоряджатися. Усе інше стало несуттєвим. Ця втрата значення місця та відстані стала принципово новою якістю ринку, що мала важливі наслідки.

У 1990 році капіталізація світового ринку цінних паперів становила 21,2 трлн доларів. Акції (10,8 трлн) і облігації (10,4 трлн) були представлені на ньому майже однаково. У 1997 році капіталізація досягла 40 трлн доларів, акції та облігації так само мали однакове значення. З 1990 по 2004 р. вартість усіх облігацій, що торгувалися на глобальному ринку, зросла з 60 % до 117 % загальносвітового ВВП; вартість акцій — з 57 % до 99 %.

Зростання ринку цінних паперів у це десятиліття стимулювала хвиля масової приватизації, що охопила різні країни в Східній і Західній Європі, Азії та Латинській Америці. Загалом з 1990 по 1999 р. у світі були приватизовані різні державні підприємства на загальну суму 850 млрд доларів (понад 40 % з них — у країнах Східної Європи та колишнього Радянського Союзу). Переходячи до рук приватних власників, ці підприємства випускали свої цінні папери, найчастіше — акції. Чимало приватизованих компаній було також у Західній Європі, де 70 % емісії акцій були пов'язані з приватизацією державних підприємств⁴⁹¹. Програми приватизації значно збільшили не тільки випуск цінних паперів, а й кількість індивідуальних інвесторів. У Великій Британії в 2000 році їх було вже 27 % населення, у США — 55 %.

Втім, не все було так добре під час бурхливого підйому 1990-х років, як може здаватися на перший погляд. Після кризи ощадно-позикових асоціацій наприкінці 1980-х років постраждало більше 2000 банків, і фінансовий сектор мав найбільші збитки від часів Великої депресії. У 1990 році, на самому початку десятиліття, проходив суд над королем «смітєвих облігацій» Майклом Мілкеном; він визнав себе винним у фінансових злочинах, і скандал навколо справи Мілкена був величезним. У 1991 р. новий скандал почався навколо Citibank, який тоді отримав великі збитки на позиках країнам Латинській Америці та на операціях з нерухомістю в США. Врятувати банк від краху змогла тільки фінансова допомога принца Саудівської Аравії Аль-Валіда бен Талала. У 1994 році каліфорнійський округ Orange втратив 1,6 млрд доларів на ризикованих операціях з деривативами, більшу частину яких йому продав банк Merrill Lynch. А в 1998 році загальну ува-

⁴⁹¹ Зокрема, під час приватизації Deutsche Telecom випустили акцій на 20 млрд марок.

гу привернуло банкрутство хедж-фонду Long-Term Capital Management — його активи знецінилися під час російського дефолту.

Подібні скандали на ринку цінних паперів були завжди, це невід'ємна частина ринкової економіки, і в них не було нічого дивного. Особливо багато таких подій відбувалося в 1920-х роках, коли все закінчилося грандіозним крахом 1929 року та Великою депресією. Після цього в 1930-х роках була створена основа для державного регулювання ринку цінних паперів і фінансового ринку загалом. А 1990-ті роки, настільки багаті на різні фінансові інновації, минули під знаком дерегуляції ринків. Тоді скасували всю систему обмежень, що створювалася ще з часів Великої депресії. Регулювання не встигало за інноваціями (приклад цього — діяльність хедж-фондів), і в 1990-х роках здавалося, що воно взагалі не потрібне. Тоді багато говорили про саморегульовані організації та ринки. Гарна ідея, важко проти неї заперечити. От тільки на практиці скандали 1990-х, і ще більше скандали початку 2000-х років (Enron, Worldcom та інші) показали, що саморегулювання ринків не завжди ефективне й часто може призводити до численних зловживань.

Однак у 1990-х роках ідея саморегулювання стала дуже популярною, зокрема в урядових колах. Безпрецедентні за обсягом капітали, породжені фінансовими інноваціями, потекли через фінансові ринки, створюючи нову еліту. А віра в те, що фінансовий капіталізм є безумовним благом і для Америки, і для будь-якої іншої країни з вільним ринком, у ті роки була найсильнішою. На новорічному прийомі в Білому домі 31 грудня 1999 року президент Білл Клінтон у своїй промові так підбив підсумки десятиліття: «Не можу не відзначити, наскільки змінилася Америка й наша історія, наскільки краще став світ. Це трапилося завдяки вам... завдяки вашому вмінню мріяти й творити»⁴⁹².

Демократичний капіталізм, поширений у 1990-х роках, здавався надзвичайно успішним не тільки в Америці, а й більшій частині світу, тимчасово об'єднаного глобалізацією. Загальне процвітання створило нову хвилю споживчого буму, і коло замкнулося. Почався процес, який підтримував сам

⁴⁹² Гринспен А. Епоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 204–205.

себе і сприяв економічному підйому, а також загальній ейфорії. На її хвилі на проблеми не хотілося звертати уваги, але вони тим часом накопичувалися і призвели до глобальної фінансової кризи 2007–2009 років.

До кінця XX століття виникла ціла фінансова цивілізація, серцем якої став фінансовий капіталізм у своєму чистому вигляді. У постіндустріальну епоху сервісний сектор економіки випереджав у розвитку індустріальний і аграрний сектори, а в сфері послуг однією з найважливіших (якщо не найважливішою) її частин були послуги фінансові, що розквітли в 1990-х роках як ніколи раніше. Здавалося, що фінансовий капіталізм став усе більше витісняти капіталізм індустріальний. Шлях цей був ризикованим і небезпечним — він завершився в 2008 році грандіозною глобальною фінансовою кризою. Але в 1990-х роках, час найбільшого оптимізму й райдужних очікувань, про небезпеку ніхто не думав. Світ фінансистів споживав плоди процвітання, створюючи нову фінансову цивілізацію, збудовану з символів багатства й розкоші.

Частина 4.

ГЛОБАЛЪНЕ КАЗИНО

Епоха нульових

Епоха нульових, як назвали сім передкризових років на початку нового тисячоріччя, відрізнялася і від дев'яностих, і від часу «Великої рецесії», яка настала після кризи 2007–2009 років. По суті, «нульові» почалися після терористичного акту в Нью-Йорку 11 вересня 2001 року, а до того було продовження дев'яностих, разом із часом кризи доткомів. Настрої у світі раптово змінилися 11 вересня. Почалася тривала боротьба з тероризмом, а в Штатах президент Буш заявив, що патріотичний борг американців, зобов'язаних підтримати економіку, — у споживанні, після чого всі кинулися в магазини.

Так почалося це неповне десятиліття — час, коли мало хто замислювався про можливість глобальної фінансової кризи 2007–2009 років. Яким він був, цей час? Великі гроші, які легко дісталися фінансистам; годинники за десятки тисяч доларів; новітні марки автомобілів за сотні тисяч і приватні реактивні літаки Gulfstream за десятки мільйонів. Коли я згадую ці багаті роки, то розумію, що була у всьому цьому якась тривожність. Напевно, передчуття катастрофи, що насувалася. Адже події 2007–2009 років були не просто фінансовою кризою, нехай навіть грандіозною. Надто багато чого після них почало змінюватися у світі (зокрема, почався відступ глобалізації). Ці зміни, які важко назвати позитивними, продовжуються сьогодні.

А в нульові весь світ став гігантським глобальним казино, і жителі багатих країн хотіли отримати легкі гроші, скуповуючи на них нерухомість в кредит без першого внеску в кредит, який тоді легко було отримати. Це був час, який привів світову економіку на край прірви. Мільйони людей потім ще довго розплачувалися за це — втраченими роботою, заощадженнями і навіть своїми купленими в кредит будинками та квартирами.

На розвинених ринках найпопулярнішим бізнесом у ті роки була сек'юритизація активів — переупакування ризикованих цінних паперів, забезпечених сумнівними активами (протермінованими боргами за кредитними картками, проблемними кредитами на лізинг літаків або на придбання будинків), щоб потім перетворити їх на інструменти, придатні для операцій на ринку цінних паперів. Найчастіше для цього використовували іпотечні кредити — у середині 2000-х років банки могли видавати їх без обмежень. Зазвичай такі активи купували за ціною значно нижче номіналу, потім найменш проблемні з них страхувалися, щоб продати їх як якісні інструменти з фіксованою прибутковістю. З активів, що залишилися, формували декілька траншів (найчастіше три), які купували хедж-фонди, що займалися пошуками на ринках будь-яких активів з підвищеною прибутковістю.

З 2000 по 2005 рік ціни на будинки в США зросли майже на 70 %, і на ринку нерухомості почав роздуватися найбільший в історії спекулятивний пузир. А в жовтні 2007 року індекс Доу-Джонса вперше подолав рівень 14 тисяч пунктів. Однак коли в 2009 році підбивали підсумки десятиліття нульових, постало питанням: а яким було реальне зростання зайнятості та доходів населення? Або прибутковості ринку цінних паперів? Адже багато чого виявилося лише грандіозним пузирем, який потім лопнув за одну мить.

У роздуванні пузиря сильно допоміг американський телеканал CNBC. Перший пік його популярності був у середині 1990-х, на хвилі загального захоплення короткотерміновим дейтрейдингом, коли позиції у цінних паперах відкривали й закривали за один день. Під час краху доткомів популярність CNBC знизилася, але в середині 2000-х років почався новий етап інтересу до нього. Рейтинги каналу зростали, а річний прибуток збільшився до 300 млн доларів. Секрет такого успіху був у тому, що канал надавав можливість пересічним

глядачам доторкнутися до фінансового світу, відчути смак божевільних грошей і розкоші, створюючи почуття причетності до всієї цієї «алхімії фінансів». Так народжувалася ілюзія, що навіть звичайний дрібний інвестор може розбагатіти, вклавши свої невеликі заощадження в якийсь фонд, про який так натхненно розповідали на CNBC. Тепер розігрів інвесторів, що раніше створювався статтями в газетах, забезпечувало ТБ.

Особливо популярною стала передача «Божевільні гроші» телевізійного ведучого Джима Крамера. Він так емоційно, у дусі спортивного репортажу, розповідав протягом години про цінні папери та трейдерів, що передача одразу опинилася в центрі уваги. Вдалим було все — і назва, що натякала на доступність грошей для всіх, і «спортивний» формат, який створював настрій ажіотажу. Крамер говорив настільки швидко, з палаючими очима, що глядачі проти своєї волі заражалися його енергією (до речі, поза ефіром Джим був тихим і скромним). Хоча він справляв враження організатора карнавалу або клоуна, насправді Крамер добре орієнтувався у фінансовому світі. Закінчивши Гарвард, він працював в Goldman Sachs, потім управляв своїм хедж-фондом і заснував Thestreet.com, впливовий у той час сайт для інвесторів.

Популярною серед ведучих CNBC була також Кейт Бонер (їй тоді було близько тридцяти), у минулому дружина знаменитого автора «фінансових романів» Майкла Льюїса (його дружиною Кейт була недовго, з 1994 по 1995 рік). Щодня вона вела десятихвилинну передачу, присвячену фінансовим ринкам, добре розуміючи їхні настрої.

Фінансистів у ті роки перестали цікавити довготермінові перспективи — мало значення тільки те, який дохід вони отримали сьогодні (неважливо звідки і яким шляхом). І розмір річної премії. Раніше успіх у фінансовому бізнесі залежав від того, як банкіри й менеджери фондів обслуговували клієнтів і дбали про репутацію своїх компаній, а в нульові все стало набагато цинічніше. Тому більшість із тих, хто працював у сфері фінансових послуг, не відчували особливої лояльності до своїх фірм — їх цікавили лише гроші.

*Спад 2000–2001 років**Криза доткомів та її наслідки*

«Божевільний був тоді час», коли газети писали про «золоту лихоманку інтернет-бізнесу», а ті, хто сумнівався «у реальності цього явища, ризикували тим, що їх затопче юрба... У цій новій вібруючій атмосфері на наших очах розросталися хайтеківські корпорації, у яких люди махнули рукою на нові костюми й краватки, а замість цього сиділи на робочих місцях в кросівках, джинсах, майках і безформних толстовках. Разом із тим, як корпорації переносили покупки-продажу в кіберпростір, світ ставав надбанням людей, схилених на комп'ютерах. Разюча дешевість операцій в Мережі, що дозволяють торгувати й спілкуватися з мільйонами у різних кінцях землі, відкрила можливості для нового підходу до реклами й обслуговуванню клієнтів. Мережа виявилася настільки привабливою, що люди ринулися купувати комп'ютери, щоб мати вихід у кіберпростір»⁴⁹³.

Дотками, або інтернет-компаніями, у 1990-х роках називали компанії, що продавали свої товари й послуги через Інтернет⁴⁹⁴. Пузир доткомів⁴⁹⁵ виник наприкінці 1990-х

⁴⁹³ Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 23.

⁴⁹⁴ Типовий дотком — відомий інтернет-магазин Amazon.com, який не тільки дожив до наших днів, але й входить до числа визнаних світових лідерів. Його історія — наочний приклад того, що сама по собі торгівля в Інтернеті є перспективною справою, особливо якщо не роздувати навколо цього ажіотаж і спекулятивний бум. У 2017 році Воррен Баффет заявив, що «універмаги зараз в онлайні», додавши, що рітейл у його звичних формах зникає. Баффет забрав свої інвестиції з цієї галузі та продав на 900 млн доларів акції торговельної мережі Walmart. А в інтерв'ю CNBC він сказав, що роздрібна торгівля є «надто жорсткою» інвестицією в «епоху Amazon».

⁴⁹⁵ З 1994 до 1999 року акції десяти найбільших інтернет-компаній підвищилися в ціні майже на 4000 %, учетверо випередивши загальне зростання ринку. Вони дали інвесторам дохід 100 % на рік. Сто найбільших компаній в інших галузях за цей час дали 662 % чистого прибутку — у середньому по 40 % на рік.

років в часи максимально ліквідного й диверсифікованого ринку в історії. Цей пузир продовжували штучно роздувати, незважаючи на попередження про завищені курси, за якими інвестори придбали акції розрекламованих компаній «нової економіки».

Пропагандисти нової економіки, такі як Ед Ярдені, вважали, що нова економіка створює «нову людину». Вони намагалися розділити людей на два типи — «просунутих» *digital men* (які «врубалися», тобто зрозуміли) та юрбу консерваторів, що «не врубаються», типовим представником яких вважали Воррена Баффета⁴⁹⁶. Сьогодні все це читаєш із посмішкою — може, Воррен Баффет і консерватор⁴⁹⁷, але він досі процвітає, а про пророків «нової економіки» вже мало хто згадує. Але в ті роки подібні слова знаходили відгук у багатьох головним чином завдяки ключовій ідеї — можна розбагатіти, не працюючи. Головне — правильно вкласти свої заощадження в радикально нові технології. З останнім важко посперечатися — в усі століття були інвестори, що розбагатіли на тому, що вигідно вкладали свої гроші в інновації.

Ще однією модною фішкою тих років стала ідея, що, оскільки ціни на товарних ринках падають, реальні активи вже неактуальні — капітали варто вкладати тільки в нематеріальні активи. Йшлося, звісно, про популярні тоді доткоми. Одним із головних пропагандистів цієї ідеї був Майкл Сейлор, засновник компанії *Microstrategy*. Він любив поговорити про те, що веде «хрестовий похід в ім'я розуму» і «очистить планету від неучтвта»⁴⁹⁸. З таким популістським підходом інтерес до компанії Сейлора на ринку цінних паперів був забезпечений. Первинне розміщення акцій провели 11 червня

⁴⁹⁶ Denby D. The Quarter of Living Dangerously: How Greed Becomes a Way of Life / D. Denby // *New Yorker*. — 2000. — Apr. 24, May 1.

⁴⁹⁷ Напевно, Баффета вважали консерватором, тому що він скептично ставився до «нової економіки» незважаючи на свою дружбу з Біллом Гейтсом. А може, саме завдяки близькому спілкуванню з ним, Баффет краще розумів, що в інформаційних технологіях реальне, а що — лише спекулятивний пузир.

⁴⁹⁸ Leibovich M. *MicroStrategy's CEO Sped to the Brink* / M. Leibovich // *Washington Post*. — 2002. — Jan. 6. Компанія Сейлора розробила лише комп'ютерну програму для аналізу статистики продажів. Але він так поважно говорив про це, начебто зробив епохальне відкриття. «Моя програма стане настільки незамінною, що якщо вона перестане працювати, почнуться вуличні безладдя» — заявляв Сейлор (MacFarquar L. *A Beltway Billionaire and His Big Ideas* / L. MacFarquar // *New Yorker*. — 2000. — Apr. 3).

1998 року, а через два роки їхній курс підвищився до 333 доларів. Особистий капітал Сейлора досягав 13,6 млрд доларів, і він став найбагатшою людиною у Вашингтоні. І це при тому, що обсяг продажів Microstrategy у 1999 році був лише 200 млн доларів, а річний прибуток — 12,6 млн. Фінансова преса розхвалювала Сейлора, поки 20 березня 2000 року він не визнав (під тиском Комісії із цінних паперів і бірж), що в попередні два роки компанія фальсифікувала фінансову звітність, і замість прибутку 12,6 млн доларів у 1999 році в нього збитки приблизно 40 млн доларів. А втрати інвесторів досягали 11 млрд⁴⁹⁹.

Пузир лопнув 10 березня 2000 року, коли почалося обвальне падіння курсів акцій. «Інвестори стали приходити до тями і з гіркотою згадувати ті міфи, ілюзії й відвертий обман, які вони (засліплені небувалим зростанням курсів на біржі) сприймали як правду»⁵⁰⁰. Щодня зникали нові доткоми, які ще недавно обіцяли інвесторам золоті гори — Boo.com, Dash.com, etoys.com, Flooz.com, Foodoo.com, Pets.com, Xuma.com і багато інших.

Коли настав крах, втрати були неймовірними — весь ринок був завалений уламками доткомівської мрії. Особливо постраждали 117 нових доткомів, акції яких піднялися в ціні вдвічі в перший день після їхнього розміщення на ринку в 1999 році. З 357 доткомів, що працювали в 1999 році, в 2001-му залишилося лише 76. Мабуть, за всю історію ще не було випадку, щоб так швидко припинила існувати ціла галузь. В індекс Bloomberg US Internet входило 270 акцій доткомів, сумарна капіталізація яких зменшилася за сім місяців на 1,755 трильйона доларів. Вартість 77 із цих паперів знизилася на 90 відсотків, а 72 — більш ніж на 80 відсотків.

Прихильники «нової економіки» вірили, що Інтернет створює фантастичні перспективи для бізнесу, надаючи можливість компаніям роздрібною торгівлі дуже швидко реагувати на зміни ринку. Скептики відповідали на це, що продажі через Інтернет — це лише ще один різновид магазинів, і нагадували історію буму навколо супермаркетів, які з'явилися в 1930-х роках. Під час виникнення нового методу продажів

⁴⁹⁹ Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. — Челябинск: Социум, 2005. — С. 23.

⁵⁰⁰ Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вильямс, 2004. — С. 211–212.

його дуже швидко починають використовувати конкуренти, і прибутковість неминуче знижується.

Справа була навіть не в тому, які реальні економічні можливості мали інтернет-компанії, а в тому, що «нова економіка» стала символом усієї епохи 1990-х років з її грандіозним підйомом. Тому крах доткомів став кінцем усієї тієї епохи. Реакцією на великий «бичачий» ринок 1990-х років став «ведмежий» ринок, хоча «ведмежі» настрої панували на ринку не так довго — трохи більше двох років.

3 березня 2000 року, коли ціни на акції та інші папери були максимальними, до жовтня 2002 року, коли ціни стали мінімальними, капіталізація ринку зменшилася наполовину. Це було найбільше за сто років падіння ринку, порівняне із крахом 1929–1933 років. Оскільки ринок цінних паперів зріс спершу на 100 %, а потім обвалився на 50 %, чистий приріст був нульовим. Відновлення ринку почалося з низького рівня, і вартість акцій залишилася на рівні 1998 року — на 20 % нижче від максимальних значень. Втім, інвестори, що зберігали свої позиції хоча б сім років із 1998 по 2005 р., однаково виграли. А ті, хто купив акції в 1982 році та продовжував тримати їх до 2005 року, збільшили свої інвестиції в 16 разів. З урахуванням складних відсотків середній річний прибуток становив 13 % на рік⁵⁰¹.

Під час буму доткомів інвестиційні банкіри стали «основними гравцями інтернет-економіки, яка вільно та стрімко розвивалася», а коли в 2000 році настав крах доткомів, у «цих банкірах уже майже не можна було впізнати тих, ким вони були колись. Їхні спроби відновити свою втрачену культуру, репутацію та прибутковість» під тиском уваги регулювальних органів «стали жорстокою перевіркою стійкості та компетентності керівників цих організацій»⁵⁰².

До середини 2001 року збитки від зниження цін акцій, зареєстрованих на біржі NASDAQ, досягли 4 трлн доларів (не кажучи вже про трильйонні збитки інших компаній). Це поглинуло практично всі прибутки, отримані під час буму

⁵⁰¹ Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. — М.: Изд. Института Гайдара, 2011. — С. 47–48.

⁵⁰² Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-Стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. — М.: Олимп-Бизнес, 2010. — С. 9.

1990-х років⁵⁰³. Зменшилося також і відношення ціни акцій до їхньої прибутковості. Хоча наприкінці 1990-х років часто говорили, що співвідношення ціни й прибутковості зросло мінімум на 20 %, у 2001 році виявилося, що все це було сильно перебільшене. Так само як і темпи зростання продуктивності праці, які нібито збільшилися з 1 % на початку 1990-х років до 2,5 % наприкінці десятиліття. Потім з'ясувалося, що це зростання стосувалося в кращому разі виробників комп'ютерів, і мабуть, оцінка була завищеною⁵⁰⁴.

Коли закінчився бум навколо доткомів (як завжди, заснований на нереалістичних очікуваннях прибутків), біржа NASDAQ та й самі інтернет-компанії нікуди не зникли, але на все це довелося глянути більш тверезо. Найбільші інвестиційні фонди, які процвітали під час буму «нової економіки», також мали чималі втрати, і в більшості з них прибутковість впала нижче нуля — простіше кажучи, вони стали збитковими⁵⁰⁵.

Втім, після зникнення сотень доткомів сам ІТ-сектор не тільки не постраждав, а й продовжував зростати. Спекулятивний пузир був пов'язаний переважно з інтернет-магазинами і не мав прямого відношення до таких високотехнологічних компаній, як Apple, Microsoft та інших. У 2003 році доходи корпорацій Microsoft, Intel і Sun Microsystems виявилися вчетверо більше, ніж у 1995 році, а Cisco — увосьмеро. Інвестиції в інформаційні технології в 2003 році були на 11 % вищі, ніж у 2000 році, і в сфері ІТ у США працювало 10 млн осіб⁵⁰⁶.

⁵⁰³ Великі збитки понесли інституційні інвестори. Втрати пенсійних фондів від зниження курсів акцій досягли 500 млрд доларів, активи взаємних фондів знизилися в ціні на 25 %, і почалося масове вилучення капіталів вкладниками, яке досягало в окремі місяці 15–20 млрд доларів (Туруев І. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. — М.: МАКС Пресс, 2003. — С. 97, 113).

⁵⁰⁴ Компанія Amazon у ті роки була збитковою, вона компенсувала свої приховані від інвесторів втрати постійним випуском нових облігацій.

⁵⁰⁵ У той час як середньорічна прибутковість індексу S&P 500 знизилася з 1999 по 2001 р. з +24,75 % до збиткових –10,5 %, у фонду Galileo Agressive Growth вона впала з +92,78 % до збиткових –26,17 %; в Janus Olympus Fund з +77,24 % до –27,03 %; у Fidelity Agressive Growth з +70,56 % до –38,02 %; в Black Rock Mid-Capitalization Growth з +64,44 % до –22,18 %. У середньому прибутковість інвестиційних фондів за цей час зменшилася з +76,72 % до –31,52 % (Мэлкил Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-Стрит / Б. Г. Мэлкил. — Минск: Попурри, 2006. — С. 239).

⁵⁰⁶ Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. — М.: ИРИСЭН, 2008. — С. 50.

Початок «м'якої рецесії»

Після краху доткомів індекс NASDAQ з березня по грудень 2000 року втратив половину своєї вартості, а індекс S&P 500 знизився на 14 %. Перспективи були безрадісними, і це не сприяло підвищенню довіри інвесторів. Голова ФРС Алан Грінспен зустрівся із Дж. Бушем 18 листопада на сніданку в готелі Madison недалеко від Білого дому (у готелі тоді перебував штаб нового президента). «Я змушений був повідомити, що короткотермінові економічні прогнози виглядають не дуже привабливо. Уперше за останні роки ми бачимо перспективу спаду»⁵⁰⁷.

Загальний стан американської економіки важко було назвати сприятливим. Протягом усього року посилювався черговий циклічний спад, що було очікуваним після тривалого економічного підйому 1990-х років. З липня 1999 по липень 2000 р. ФРС кілька разів підвищувала процентні ставки, намагаючись провести чергову «м'яку посадку» (як це було в середині 1990-х), але наприкінці 2000 року економічні показники погіршилися. Після краху доткомів настроїв ринку змінився.

Скорочувалося виробництво (найбільше це було помітно в автомобільній промисловості), погіршилися прогнози щодо корпоративних прибутків. Гальмування економіки посилювало зростання ціни на нафту (вона досягла цього року 30 доларів за барель). Назрівання проблем добре відчувалося наприкінці 2000 року в магазинах — наближалось Різдво, однак жодної передсвяткової метушні не було. Водночас низька інфляція вже четвертий рік і профіцит бюджету (за прогнозами в 2001 році він мав досягти 270 млрд доларів) були приводом для оптимізму й думок про те, що гальмування буде нетривалим.

Однак спад в американській економіці вже почався, і потрібно було щось із цим робити. У повітрі явно відчував-

⁵⁰⁷ Дж. Буш відповів так: «Хочу, щоб ви знали — я повністю довіряю Федеральній резервній системі і не маю наміру брати під сумнів правильність ваших рішень». За словами Грінспена, «на той час я ще не мав власної думки про Джорджа Буша, але чомусь вірив його словам про те, що нам не доведеться конфліктувати через кредитно-грошову політику» (Грінспен А. Епоха потрясень. Проблеми и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 207–208).

ся дух рецесії, яка наближалася. А будь-яку рецесію важко спрогнозувати, тому що її зазвичай спричиняє ірраціональна поведінка інвесторів. У ФРС були готові до зниження ставок, і коли до кінця року стан справ не покращився, 3 січня ставку зменшили з 6,5 % до 6 %. Це послідовне зниження тривало у наступні місяці, поки в червні 2001 року ставка не досягла 3,75 %.

Ще однією проблемою був профіцит бюджету — як неважко в це сьогодні повірити, за десять років постійного зростання у 2001 році цілком серйозно розглядався прогноз збільшення профіциту в наступне десятиліття до 5,6 трлн доларів. З одного боку, зменшення державного боргу було позитивною перспективою, з іншого — при цьому зменшувалася кількість державних цінних паперів в обігу, а це був основний інструмент кредитно-грошової політики ФРС. Потрібні були якісь інші активи замість державних облігацій. Обговорювалася можливість використовувати комплексний портфель з іпотечних, муніципальних, іноземних та інших паперів, але така перспектива багатьом не подобалася. Усі розуміли, що замінити державні облігації нічим.

Проблема профіциту існувала недовго — довготермінові прогнози виявилися, як це часто буває, невірними, і з липня 2001 року профіцит змінився звичним дефіцитом. Різке зменшення надходжень до бюджету пояснювалося загальним спадом на ринку цінних паперів — із січня по вересень 2001 р. індекс S&P 500 втратив 20 % вартості. Таким чином, профіцит, породжений «бичачим» ринком високотехнологічного буму, швидко був поглинений постдоткомівським «ведмежим» ринком.

Характер спаду 2001 року був своєрідним — із грудня 2000 року стали виявляти занепокоєння інвестори, у середині 2001 року почалося помітне зниження на ринку цінних паперів. Можна було очікувати зменшення ВВП, тому що промислове виробництво з 2000 по 2001 р. скоротилося на 5 %, однак ВВП залишався стабільним. Рецесія виявилася дуже м'якою, і це ще велике питання, чи варто взагалі цей спад називати рецесією.

Ймовірно, спад був пом'якшений впливом глобальної економіки, зокрема загальним для багатьох країн зменшенням довготермінових процентних ставок і, головним чином, початком зростання цін на житлову нерухомість у різних ча-

стинах світу. Особливо помітним початок буму на ринку нерухомості був у США. Будинки стали дорожчати так швидко, що їхні власники радісно почали витрачати свої заощадження набагато більше, ніж зазвичай. Це пожвавлювало економіку, тому багато хто говорив про «спад, який не відбувся». Може, ці події так і увійшли б в історію, якби не шок від терористичного акту в Нью-Йорку 11 вересня 2001 року.

11 вересня 2001 року

Якщо мета тероризму — залякати, то атака 11 вересня досягла її. Більшість американців були вражені до глибини душі — раніше сама думка про те, що хтось може загрожувати США на їхній території, навіть не спадала на думку. Це був той зворотний бік глобалізації, який лякав. Адже саме глобалізація дала змогу терористам вільно переміщуватися світом і опинитися у США, куди взагалі не так просто легально в'їхати, якщо ти не якийсь особливо цінний фахівець.

Часто кажуть, що події 11 вересня 2001 року, коли загинули три тисячі осіб, змінили весь хід історії. Очевидно, хід історії змінив не тільки сам теракт, а й реакція на нього американського уряду, зокрема президента Джорджа Буша. Саме з 11 вересня в Америці почалася послідовність подій, які усе більше відхиляли курс цієї наддержави, у глобальному лідерстві якої не було сумнівів пів століття, з часів Другої світової війни. Знаковою стала книга Іммануїла Валлерстайна «Занепад американської сили», опублікована в 2001 році⁵⁰⁸, після чого всі заговорили про послаблення впливу США.

Джорджа Буша-молодшого обрали президентом США 20 січня 2001 року⁵⁰⁹. Важко передати розчарування демократів, коли вони побачили Буша в Білому домі. У ті дні було багато розмов про фальсифікацію виборів і про те, що наче всі голосували за Альберта Гора⁵¹⁰, але чомусь обрали Буша (одразу згадується історія обрання Дональда Трампа в 2017 році). Почалося перерахування голосів, але за тиждень

⁵⁰⁸ Wallerstein I. The Decline of American Power: The U. S. in a Chaotic World / I. Wallerstein. — New York: New Press, 2001.

⁵⁰⁹ Він перебував на цій посаді до січня 2009 року.

⁵¹⁰ Кандидат від Демократичної партії, віцепрезидент при Клінтоні.

усе заспокоїлося, і Гору довелося визнати свою поразку. «Я не знав, куди поведе країну Джордж Буш, але довіряв тим, хто ввійшов у його команду», — згадує Алан Грінспен⁵¹¹. Багато говорили про друге пришествя адміністрації президента Джеральда Форда — справді, основою уряду стали люди, які керували країною ще за часів Форда, зокрема міністр фінансів Пол О'Ніл.

З іменем Буша була пов'язана хвиля консервативних настроїв, яку назвали «неоконсерватизм». Про ідеологію адміністрації Буша добре сказав Рон Саскінд у своїй статті в *New York Times Magazine*: «Улітку 2002 року... у мене була зустріч з одним із провідних радників Буша» (імовірно, це був Карл Роув), і він сказав слова «які я тоді не зрозумів, але зараз вони сприймаються як сутність дій Буша в ролі президента». За словами радника Буша, «ми — це імперія, і наші дії створюють нову реальність. І поки ви намагаєтеся вивчати реальність... ми продовжимо діяти й створювати нові реальності... Ми — творці історії... А вам, усім вам, залишається лише вивчати те, що ми робимо»⁵¹².

Такі ідеї, що поширилися в адміністрації Джорджа Буша, призвели до того, що під приводом боротьби з тероризмом почалося посилення влади президента, обмеження свободи і маніпулювання суспільною думкою. «Адміністрація Буша... стала використовувати атаку терористів у своїх власних цілях. Щоб заглушити критику і згуртувати націю навколо президента, адміністрація свідомо нагнітала страх, який зрештою охопив усю країну»⁵¹³.

Півтора року після 11 вересня 2001 року американська економіка перебувала в стресовому стані. Темпи росту були невисокими і нестабільними — усі побоювалися нових

⁵¹¹ «При Клінтоні я працював із трьома міністрами фінансів — Ллойдом Бентсеном, Бобом Рубіном і Ларрі Саммерсом, які згодом стали моїми близькими друзями, і це співробітництво сприяло нашому загальному успіху. Мені хотілося вибудувати так само конструктивні відносини з новою адміністрацією — це було б добре для ФРС і для мене самого» (Грінспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Грінспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 210).

⁵¹² Suskind R. Without a Doubt. Faith, Certainty and the Presidency of George W. Bush / R. Suskind // *New York Times Magazine*. — 2004. — № 51. — Oct. 17.

⁵¹³ Сорос Дж. Мыйный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь / Дж. Сорос. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — С. 24.

терористичних актів. «Особливо гостро небезпека відчувалася в офіційному Вашингтоні: на кожному кроці дорожні загородження, контрольно-пропускні пункти, камери відеоспостереження та озброєні до зубів охоронці. Я перестав ходити пішки на роботу... щоранку мене на машині доставляли на підземний паркінг ФРС з охороною. Хоча відвідувачам теж дозволяли залишати там свої машини, їм доводилося чекати, поки охоронець із собакою перевірить, чи немає в автомобілі вибухівки, при цьому собаку запускали в багажник»⁵¹⁴.

У 2002 році з'явився новий закон про національну безпеку, який обмежив громадянські свободи, зокрема свободу пересування. Уряд одержав право порушувати Закон про свободу інформації, проводити перевірки документів і таке інше. Багатьом це не подобалося, але в такій ситуації, мабуть, інакше бути не могло. Оскільки нових терористичних актів не було, поступово обмеження скасували.

Однак умови в'їзду в країну ще більше ускладнилися, і багато іноземних інвесторів та підприємців одразу відреагували на це, переорієнтувавшись на європейські та азійські ринки, насамперед на Лондон. Можна було б сказати, що суворіші правила в'їзду до США — це несуттєві для бізнесу дрібниці, але довгі черги, постійні перевірки багажу й стомлюючі співбесіди на кордоні, під час яких іноземним бізнесменам доводилося принижуватися й виправдовуватися, драгували багатьох. Тому з 2001 по 2007 рік кількість іноземних підприємців, що приїжджали в США, скоротилася на 20 %.

Відступ глобалізації

Часто пишуть, що відступ глобалізації почався після кризи 2007–2009 років (хоча заговорили про цей відступ набагато пізніше — ніхто не хотів вірити, що таке взагалі можливо). А на мою думку, переломний момент у поширенні глоба-

⁵¹⁴ Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 226. «Цікаво, як би виглядали Сполучені Штати сьогодні, якби відбувся другий, третій і четвертий теракт? Витримала б це наша культура? Змогли б ми підтримувати економіку в життєздатному стані, як ізраїльтяни або лондонці в епоху терору, організованого Ірландською республіканською армією?» (Там само, с. 227).

лізації настав у 2000 році. Це збіглося з хвилею протестів проти глобалізації, яка обіцяла поліпшення життя для всіх, але (як заявляють її супротивники) так і не виконала своїх обіцянок.

Насправді колапс економічної глобалізації почався ще до нападу терористів 11 вересня. Терористичний акт був наслідком певних подій, а не їхньою причиною. Почалося все з обрання Буша, ставленика консервативних (якщо не сказати реакційних) сил. Глобалізації завжди опиралися її супротивники, адже вона послабляла владу урядів і політичних угруповань. Так уже було напередодні Першої світової війни, і саме це призвело до відступу тієї, «британської» глобалізації.

Справді, у процесах глобалізації нагромадилися свої внутрішні проблеми, але я все ж таки вважаю, що якби президентом США став не Буш, а Гор, ці проблеми можна було б подолати. «У моїх уявленнях атмосфера напередодні Першої світової війни асоціюється із упевненістю в майбутньому людства. Наші сьогоднішні плани на майбутнє різко відрізняються від того, що було сторіччя тому... Невже тероризм і відроджений популізм стали для нашої епохи... тим, чим була Перша світова війна для минулої епохи?»⁵¹⁵

Досвід історії показує, що глобалізація не є необоротною — її досягнення важко було створювати, але дуже легко руйнувалися. Особливо коли починає діяти така сила, як глобальний тероризм. «Світ без кордонів» може залишатися світом без кордонів (як сьогодні в Європі). Однак коли читаєш в масмедіа повідомлення про вибухи в літаках і про напади терористів у світових столицях, зменшується бажання користуватися цією відсутністю кордонів.

⁵¹⁵ «Якщо оцінювати з позицій сьогодення, то світ до 1914 року рухався в напрямку підвищення соціальної коректності й цивілізованості, а суспільство удосконалювалося... відчуття необоротності змін було повсюдним. Перша світова війна мала на соціальну коректність і цивілізованість більш руйнівний вплив, ніж Друга світова війна. Вона поховала саму ідею коректності й цивілізованості» (Гринспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина, 2009. — С. 349).

Скандал навколо Enron

До кінця 1990-х у багатьох компаніях поширилися маніпуляції з фінансовою звітністю і відверте шахрайство — законмірне продовження мильного пузиря доткомів. Чимало нових компаній взагалі не ставили за мету довготерміновий розвиток та інвестування, а орієнтувалися тільки на одержання короткотермінового спекулятивного прибутку. Щоб якось обґрунтувати завищені ціни акцій, широко стали використовувати «креативну бухгалтерію», яка давала змогу «творчо» попрацювати над фінансовою звітністю, щоб зробити правдоподібними будь-які дані, а головне — приховати в звітності збитки й борги, створюючи видимість надприбутків для залучення інвесторів.

Найбільш скандальною була історія банкрутства енергетичної корпорації Enron — однієї з найбільших у США. Спочатку це була дрібна газова компанія, заснована сином релігійного проповідника Кеннетом Леєм в місті Омаха, штат Небраска⁵¹⁶. Незабаром компанія була перенесена в Х'юстон, штат Техас, і стала швидко зростати завдяки корисним знайомствам у політичних колах, які старанно заводив Лей. Корпорація Enron виникла в 1985 році після злиття компаній Houston Natural Gas та InterNorth. Зростанню компанії Лея сильно допоміг закон, ухвалений у 1992 році за підтримки Джорджа Буша-старшого, який звільняв газову галузь від державного регулювання. Надалі Enron використовував понад 6,5 млн доларів на підтримку потрібних людей серед політиків (які переважно належали до Республіканської партії), зокрема на передвиборчу кампанію Буша-молодшого, який мав дружні стосунки з Кеннетом Леєм.

До початку 2001 року корпорація Enron стала четвертою за величиною газовою компанією у США, яка контролювала 25 % усього видобутку газу. За допомогою президента Буша Enron успішно скуповувала трубопроводи й газові компанії в Аргентині, Болівії, Колумбії, Перу й Еквадорі. Акції компанії, які в 1997 році коштували менше 20 доларів, у 2000 році під-

⁵¹⁶ Це місто примітне тим, що в ньому народився й живе Уоррен Баффет. Там перебуває центральний офіс його компанії Berkshire Hathaway. Втім, я нічого не чув про зв'язки Кеннета Лея з Баффетом.

нялися до 90 доларів. А в 2001 році 140 топменеджерів компанії отримали річні бонуси в середньому по 5,3 млн доларів.

Крім маніпуляцій з фінансовою звітністю й приховування багатомільярдних боргів, керівництво Enron для введення в оману інвесторів створило складні й навмисно заплутані відносини із численними дочірніми компаніями (692 дочірні компанії були зареєстровані за однією адресою на Кайманових островах). Через них проводили облік операцій з постачання електроенергії, що давало можливість збільшити ціну електрики. На ці компанії списувалися борги. Так штучно створювалося враження неймовірно високих доходів Enron. Постійно завищеною була не тільки прибутковість Enron, а й кількість активів, які належали компанії. Оскільки борги списувалися через дочірні компанії, їх можна було не включати у зведену фінансову звітність і приховувати. Так корпорація перетворилася на величезний мильний пухир, який тримався тільки за рахунок маніпуляцій із фінансовою звітністю.

Збереженню позитивного іміджу Enron допомагали особисті якості фінансового директора Ендрю Фастоу. «Кілька років назад мій компаньйон... представив мене одному із найчарівніших і найрозумніших молодих людей серед тих, яких мені доводилося зустрічати за багато років. Його звали Ендрю Фастоу... Він був чудовим хлопцем, і я також вклав свої кошти... Мене, як і багатьох інших, обдурили»⁵¹⁷.

Коли в 2001 році під час загального економічного спаду ціни всіх акцій почали знижуватися, у дочірніх компаніях Enron виникли величезні збитки, і керівництво доклало чимало зусиль (як потім з'ясувалося, протизаконних), щоб приховати ці збитки і не включати їх у фінансову звітність Enron. Фастоу відчував наближення краху і почав через підставних осіб позбуватися акцій своєї компанії на сотні мільйонів доларів — хоча акціонерам продовжували казати, що скоро ціна акцій підніметься вище 100 доларів.

Однак 14 серпня 2001 року генеральний директор компанії Enron Джеффрі Скіллінг зненацька звільнився «через особисті причини». А в опублікованому 16 жовтня фінансовому звіті визнавалися збитки на 618 млн доларів за третій квартал 2001 року й зниження капіталізації на 1,2 млрд доларів. Ін-

⁵¹⁷ Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. — М.: Вильямс, 2004. — С. 221.

вестори захвилювалися, і акції компанії впали до 40 доларів. Незабаром звільнився фінансовий директор Ендрю Фастоу. Потім події розгорталися стрімко — 8 листопада компанія оголосила, що прибутки за попередні п'ять років були завищені на 567 млн доларів. А 2 грудня почали процедуру банкрутства, і з'ясувалося, що борги компанії становлять не 13 млрд доларів, як вважали до того, а 65 млрд. Під кінець року акції Enron коштували лише 0,3 долара. Це був повний крах.

«Ще до того, як постати перед судом за обвинуваченням у шахрайстві й злочинній змові, Скіллінг на нью-йоркській вулиці пережив нервовий зрив і перетворився на жалюгідну руїну, сповнену страху перед суддями. Його колись могутня корпорація Enron була оголошена банкрутом 2 грудня 2001 року, а її неоплатний борг в 65 мільярдів доларів став новим історичним максимумом, що майже вдвічі перевищив аналогічний показник Pacific Gas and Electric. Це стало новим рекордом корпоративної нечесності та бухгалтерських махінацій»⁵¹⁸. Після тривалого і резонансного розслідування генерального директора Джеффри Скіллінга обвинуватили у злочинній змові та шахрайстві, він отримав тривалий термін ув'язнення — 24 роки. А Кеннет Лей помер, не дочекавшись вироку.

Скандал навколо компанії Enron у грудні 2001 року, який спричинив хвилю нових банкрутств, тільки посилював відчуття загальної нестабільності й невизначеності. Важко сказати, що саме розладналося у світовому фінансовому механізмі тієї осені — ймовірно, це теракт 11 вересня вибив усіх з колії. Але протягом семи місяців після краху Enron тривала хвиля банкрутств. Історія з Enron мала тяжкі наслідки, але нічого унікального в ній не було. Під час загального буму до топменеджерів прийшло розуміння, що власні компанії теж можна обкрадати за допомогою фальшивої звітності. Це викликало цілу серію великих шахрайств — Adelfia Communications, Global Crossing, Qwest, NTL, Tyco, Imclone і особливо Worldcom. У цій, одній з основних американських телекомунікаційних корпорацій з активами 107 млрд доларів, стан справ був не кращий, ніж в Enron. Улітку 2002 року компанія Worldcom збанкрутувала — в історії американських корпорацій це банкрутство стало найбільшим за своїми масштабами.

⁵¹⁸ Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 82.

Загроза дефляції

У відповідь на нестабільне становище економіки, з ініціативи ФРС у 2001 році сім разів знижувалися процентні ставки, щоб у такий спосіб зменшити наслідки краху доткомів і загального спаду на ринку цінних паперів. До кінця 2002 року ставка досягла 1,25 % — у 1990-х роках це здавалося б зовсім неймовірним. Втім, довготермінові процентні ставки знижувалися тоді у всьому світі, і ця тенденція мала дефляційний вплив на американську економіку. У 2003 р. небезпека дефляції була цілком реальною, і вона могла загальмувати економіку США так само, як загальмувала японську. Якщо раніше ймовірність дефляції в американській економіці серйозно взагалі не розглядалася, то над цим почали замислюватися після економічного спаду в Японії. Там ставки були знижені до нуля, випуск паперових грошей не обмежувався, але ціни продовжували знижуватися, як і обсяги торгівлі.

Після терористичного акту 11 вересня 2001 року ставка була зменшена з ініціативи голови ФРС Алана Грінспена ще більше, до 1 %. Хоча ринок цінних паперів став оживати, а зростання ВВП за 2002 р. становило 1,6 %, усіх турбував ризик піти шляхом японського тривалого спаду. Процентна ставка залишалася на такій рекордно низькій оцінці більше року. А якщо скорегувати ставку на рівень інфляції, то вона майже три роки була нижче нуля.

У фінансових колах Грінспена вважали ледве не національним героєм, тому що саме завдяки йому кредити стали дешевими як ніколи — лише один відсоток. Хоча багато було і незадоволених, які розуміли всю небезпеку роздування пупири, Грінспена прямо критикувати ніхто не насмільовався — надто великий вплив він мав. Але настільки дешеві кредити порушували самі основи економіки, і було зрозуміло, що довго це тривати не могло.

До речі, Грінспен зміг зберігати такі низькі ставки, підтримуючи підйом в американській економіці та не допускаючи зростання інфляції, тільки завдяки Китаю. За рахунок недорогих китайських товарів вдавалося зберігати низький рівень інфляції у країнах Європи. Можна було скільки завгодно критикувати якість китайських товарів у ті роки, але ціни вирішували все. Китайські товари охоче купували у ве-

личесних кількостях, хоча при цьому щотижня десять тисяч робочих місць зникали в США, а точніше — переміщувалися в Китай та інші країни Азії.

Бум прямих інвестицій

У 2000-х роках про прямі інвестиції раптом заговорили всі. У тому, що раніше називалося «злиття й поглинання» (mergers and acquisitions, M&A) і «викуп за позикові кошти» (leveraged buyout, LBO), з'явилися нові акценти, і прямі інвестиції (придбання спеціалізованим фондом за домовленістю з акціонерами всієї компанії або її частини) опинилися в центрі активності на фінансових ринках.

Трохи про історію злиттів і поглинань

В епоху конгломератів (1965–1969 роки) тривалий період безперервного росту й загальний підйом на ринку цінних паперів призвели до помітного підвищення коефіцієнта «ціна-прибуток». Власники корпорацій зрозуміли, що можуть збільшити прибутковість акцій не через реінвестування, а поглинаючи інші компанії. Коли одна компанія з високим коефіцієнтом «ціна-прибуток» поглинала іншу з нижчим коефіцієнтом, курс акцій об'єднаної корпорації зростав доти, поки коефіцієнт «ціна-прибуток» не досягав рівня поглинача. Щоправда, для цього компанії, що поглинаються, мали бути не тільки з низьким коефіцієнтом «ціна-прибуток», але й швидко зростаючими. Однак за час буму конгломератів у 1960-х роках кількість компаній, які було вигідно поглинати, стала швидко скорочуватися. Незабаром це призвело до розпаду багатьох конгломератів — вони стали економічно недоцільними.

У 1980-х роках почалася нова хвиля поглинань, переважно недружніх (які до того взагалі бували нечасто), під час яких використовувалася стратегія LBO — викупу за рахунок позикових коштів. Конгломерати були готові позбутися непрофільних компаній, поглинених у 1960-х та на початку

1970-х років. До кінця 1980-х приблизно 60% таких підприємств продали⁵¹⁹.

У той час усе частіше американські компанії стали поглинатися іноземними — обсяги таких операцій у 1980-х вперше перевищили обсяг поглинання іноземних компаній американськими. Логіка поглиначів з інших країн була зрозумілою: їх приваблювали обсяг американського ринку, доступ до передових технологій, а головне — відсутність суворих обмежень на поглинання. Однак у другій половині 1980-х успішних поглинань стало менше — найпридатніші для цього компанії вже були придбані, а оскільки бум LBO тривав (головним чином завдяки діяльності Майкла Мілкена та розширенню ринку «сміттєвих» облігацій), більше стало угод, реальна вигідність яких взагалі була сумнівною⁵²⁰. До кінця десятиліття активність поглинань помітно знизилася через уповільнення економічного зростання, а також банкрутства компанії Drexel і скандалу навколо Майкла Мілкена, після чого на деякий час занепав увесь ринок «сміттєвих» облігацій — основне джерело фінансування LBO.

З 1992 року почалася нова хвиля великих стратегічних злиттів, яка тривала до кризи доткомів. Обсяг цих угод набагато перевершив бум 1980-х. Преса була заповнена повідомленнями про багатомільярдні поглинання, а керівники компаній у своїх інтерв'ю запевняли, що все це робиться нібито тільки в інтересах акціонерів⁵²¹.

⁵¹⁹ Серед найвідоміших угод того часу були продаж залізничною компанією Burlington Northern свого енергетичного підрозділу Burlington Resources за 4,2 млрд доларів, а Mobil Oil — торговельної компанії Montgomery Ward за 3,8 млрд.

⁵²⁰ Типовим прикладом стало знамените поглинання RJR Nabisco, купленої за безпрецедентну на той час суму — 24,5 млрд доларів. Nabisco була обтяжена величезними боргами, які залишилися навіть після того, як у 1991 році вона була перетворена на акціонерне товариство, акції якого продали на біржі. Частину цих боргів змогли погасити тільки в середині 1990-х років.

⁵²¹ Кількість угод почала швидко зростати з 1992 року, і в 1990-х роках загальний обсяг операцій M&A у США становив 6,5 трлн доларів. Більше половини з них були проведені в 1997–1999 рр. Вартість п'яти найбільших угод досягла 77 млрд доларів — уп'ятеро більше, ніж вартість таких угод у середині 1980-х років. У 2000 році загальносвітовий обсяг злиттів і поглинань досяг рекордної оцінки — 3,48 трлн доларів (у США 1,82 трлн). Середня ціна поглинання в п'ятьох найбільших угодах була вчетверо вище, ніж у 1980-х роках, і в 400 разів ніж у 1950-х. Однак у 2001 році на тлі падіння темпів інвестицій загальносвітовий обсяг поглинань знизився до 1,7 трлн доларів (у США —

Якщо в 1980-х більшість M&A проводилося з простою і банальною метою — максимальне збагачення організаторів операцій, то в 1990-х мотиви стали іншими. Вони були пов'язані із загостренням конкуренції на світовому ринку, загальними тенденціями до консолідації в промисловості та пом'якшенням антимонопольного законодавства. Сприятливою для злиттів і поглинань була ситуація на фінансових ринках — курси акцій швидко підвищувалися, а процентні ставки залишалися невисокими. Закінчився цей бум M&A в 2001 році під час краху доткомів.

Хвиля прямих інвестицій у 2000-х роках

Через декілька років почалася чергова хвиля поглинань середини 2000-х років. Агресивні ворожі поглинання 1980-х років у стилі Майкла Мілкена, що проводилися за допомогою величезних боргів, створили погану репутацію операціям з викупу компаній на позикові кошти. Але в 2000-х роках мода на злиття й поглинання знову повернулася, тільки їх називали тепер дипломатичніше «прямими інвестиціями». Численні фонди прямих інвестицій залучали колосальні капітали, щоб купувати добре працюючі рентабельні компанії (у 2006 році їх було куплено на 375 мільярдів доларів, майже в 20 разів більше, ніж у 2003-му). Ці компанії потім ділили на частини, поєднували або реструктуризували, щоб підвищити їхню капіталізацію та вигідно продати.

Найбільш резонансним випадком прямих інвестицій у 2000-х роках стало поглинання інтернет-компанією America Online (AOL) однієї з найбільших медіакомпаній Time Warner⁵²². 10 січня 2000 року Time Warner оголосила, що дала згоду на поглинання з боку AOL. Вартість угоди досягала 178 млрд доларів з урахуванням боргів Time Warner. Багатох це тоді здивувало — адже AOL за доходами і кількістю персоналу була вп'ятеро меншою за Time Warner, однак ринкова

до 0,8 трлн) (Депамфилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депамфилис. — М.: Олимп-Бизнес, 2007. — С. 40).

⁵²² У 1990 році відбулося злиття Communications і Time Warner з метою створення єдиної компанії, що займається видавничою діяльністю й виробництвом кінопродукції. Вартість цієї угоди становила 14,1 млрд доларів, але протягом усього десятиліття зростання курсу акцій Time Warner йшло зовсім не так швидко, як уявлялося спершу, відстаючи від середніх ринкових темпів.

капіталізація цієї швидко зростаючої інтернет-компанії була вдвічі більшою, і вона стала в ті роки символом «нової економіки». Заснована в 1985 році, AOL швидко стала визнаним лідером у наданні інтернет-послуг, створенні вебсайтів і електронній торгівлі. Здавалося б, що спільного між медіахолдингом Time Warner, який володів багатьма ЗМІ, і провайдером інтернет-послуг, нехай навіть із 20 млн абонентів? Але в плани AOL входило створення найбільшої у світі медіакомпанії, а кабельні системи Time Warner разом з її ЗМІ добре підходили для цього. Планувалося, що за перший рік дохід об'єднаної корпорації досягне 40 млрд доларів, а щорічний грошовий потік об'єднаних компаній буде зростати на 8–12 %.

Щоб угода відбулася, AOL довелося запропонувати за акції Time Warner на 71 % більше їхньої ринкової вартості. Акціонери AOL за кожну свою акцію одержали по одній акції об'єднаної компанії (тепер вони володіли 55 % акцій нової компанії), акціонери Time Warner — по півтори, їм дісталось 45 % акцій. Однак одразу після оголошення про угоду акції AOL знизилися в ціні, а ринкова капіталізація компанії зменшилася на 19 %. Щоправда, акції Time Warner зросли на 20 %, але ринкова капіталізація об'єднаної корпорації виявилася на 10 млрд доларів нижчою за сумарну капіталізацію двох компаній до злиття. Інвестори почали хвилюватися і задумалися над питанням: якщо темпи зростання Time Warner були втричі меншими, ніж в AOL, то чого тепер можна чекати в майбутньому? Усе залежало від того, чи буде об'єднана корпорація більше схожою на AOL, чи на Time Warner. Подальші результати діяльності справді були не такими оптимістичними, як очікувалося. У 2000-х роках, особливо після краху доткомів, AOL стала поступатися позиціями, і в 2009 році Time Warner відокремилася від неї. Отже злиття та поглинання не завжди гарантували збільшення прибутку.

Типовим прикладом компанії, яка стабільно зростає за рахунок прямих інвестицій, є знаменита Berkshire Hathaway Уоррена Баффета із середньорічним підвищенням доходів на 27 %. Цей конгломерат поглинув безліч інших фірм різного профілю, від страхування до виробництва фарб. Стратегія Баффета при поглинаннях проста — він купував підприємства зі зростаючою прибутковістю, що домінують на своїх ринках. Вільні капітали, необхідні для поглинань, Баффет брав у своїх страхових компаніях, не забуваючи потім ці гроші поверта-

ти⁵²³. Як правило, поглиналися виробничі підприємства, що займаються порівняно простими речами — Баффет не зв'язувався з високотехнологічними компаніями, у діяльності яких часто важко розібратися без спеціальних знань⁵²⁴.

Під час загального захоплення прямими інвестиціями, у 2003 році з'явилися специфічні «компанії-покупці спеціального призначення» (special-purpose acquisition company, SPAC). Спершу створювали управлінську команду, вона розробляла проєкт діяльності та бюджет, потім проводила на біржі первинне розміщення акцій, хоча самої компанії поки ще не було. Зібравши гроші, команда починала займатися придбанням підприємств у необхідній галузі⁵²⁵.

На словах ідея виглядає сумнівною, але в 2003 році перша SPAC-компанія успішно провела IPO, у 2004 році їх було більше десяти, а в 2007-му — вже понад 60. Секрет популярності в тому, що ці компанії були задумані, щоб хедж-фондам було де розміщувати свої капітали. На початку 2007 року у світі було 12 600 хедж-фондів, які управляли капіталами на суму 2,3 трлн доларів. Але ці гроші нікуди було вкладати, тому вдалим рішенням стали SPAC-компанії. Фонди вкладали в них гроші, брали участь у бумі прямих інвестицій, а натомість отримували дивіденди та право повернути свої гроші, якщо за півтора року компанія не проведе жодної операції. По суті, хедж-фонди в такому разі не ризикували нічим⁵²⁶.

⁵²³ У 2000 році Berkshire Hathaway поглинула вісім компаній. Найвигіднішим було придбання за 2,2 млрд доларів компанії Manville, яка виробляла покривельні матеріали і мала річний прибуток 2 млрд доларів.

⁵²⁴ Попри свою давню дружбу з Біллом Гейтсом, Баффет дотримувався консервативного підходу і довго не хотів вкладати капітали в інформаційні технології, зокрема в Microsoft («Гейтс мені друг, але гроші дорожче...»). Однак пізніше він зацікавився акціями Apple, і в 2017 році загальна вартість його пакета в Apple (2,5% усіх акцій) досягла 17 млрд доларів.

⁵²⁵ Власник мережі американських супермаркетів Gristedes Джон Кациматідіс залучив через SPAC-компанію 450 млн доларів під проєкт створення підприємства з очищення рослинної олії, а бейсболіст Хенк Аарон — 200 млн для створення компанії в сфері професійного спорту. Подібними були інші проєкти SPAC-компаній.

⁵²⁶ Зацікавилися SPAC-компаніями також і банки. Коли після краху Enron видали закон Сарбейнса-Окслі, він посилив правила фінансової звітності та передбачав кримінальну відповідальність виконавчих директорів за публікацію недостовірних даних. Після цього компанії стали менше проводити IPO, організація яких давала банкам значний дохід. Але робота зі SPAC-компаніями значно спрощувала справу.

Новий стиль — deal makers

Багато хто сприймає Уолл-стріт як єдине ціле, хоча насправді фінансовий світ поділений на дві несхожі частини. Міцні спортивні хлопці ставали трейдерами, досягаючи успіху завдяки агресивності та тестостерону в крові. А «ботаніки» в окулярах, які вміли робити таблиці та математичні розрахунки, ставали банкірами. Однак з початком XXI століття багато що змінилося. Поява електронного трейдингу закінчила процвітання агресивних спортивних хлопців і створила попит на математиків.

У фондах прямих інвестицій, модних у середині 2000-х, не були потрібні математики в окулярах чи спортивні хлопці. Найціннішими співробітниками були ті, хто завдяки приємній зовнішності та впевненості в собі могли залучити найбільше інвесторів, після чого завдяки формулі хедж-фондів «2% від суми капіталу й 20% від доходу» успіх був гарантований.

На відміну від трейдингу, де угода займала хвилину, у фондах прямих інвестицій на угоду потрібно було в середньому п'ять років, але люди заробляли тут не менше, ніж трейдери. Тисячі з них мали шестизначні суми, десятки — мільйони, а такі як Стів Шварцман з Blackstone — ще більше. У фондах прямих інвестицій працювали найрозумніші, заробляючи на купівлі та продажу компаній — їх називали *deal makers*, організатори угод.

Це був особливий тип фінансистів, не схожий на трейдерів. Якщо ті після закінчення напруженого дня витрачали гроші в ресторанах і стриптиз-клубах (зокрема на свій улюблений кокаїн), то життя *deal makers* із фондів прямих інвестицій було набагато спокійнішим. На відміну від трейдерів, вони полюбили не спортивні машини, а класичні «Мерседеси», а замість масивних годинників Panerai у трейдерів носили елегантні Patek Philippe. Те саме стосувалося й напоїв — вони не стали б платити дві сотні доларів за Johnnie Walker Blue, а надавали перевагу якісному французькому вину.

З початком у 2000-х роках нового буму прямих інвестицій центром цього бізнесу став нью-йоркський Мангеттен, де на кількох кварталах були розташовані штаб-квартири Blackstone, KKR, Apollo, Warburg Pincus та інших компаній. Цей світ хмарочосів, дорогих костюмів і чорних автомобілів з водіями мало чим нагадував інший світ високотехнологічних компаній Кремнієвої долини й венчурного фінансування.

Там багаті й знамениті ходили в штанях кольору хакі й сорочках із короткими рукавами, самі водили свої червоні «Феррарі» і працювали в одноповерхових офісних будівлях, розташованих у тіні великих дерев.

Розквіт фондів прямих інвестицій пояснювався загальним настроєм в економіці того десятиліття. У світі тоді було багато вільних грошей, набагато більше, ніж реальних активів, у які їх можна було вкласти. Тому роздувалися спекулятивні пузирі (на ринку нерухомості та на ринку деривативів) і поширювалася мода на викуп компаній у кредит.

У 2002 і 2003 роках фонди прямих інвестицій залучали в усьому світі по 100 мільярдів доларів щорічно й стільки ж інвестували. З 2006 по 2008 рік розпочалася нова хвиля їхньої популярності — усі вкладали в них гроші, сподіваючись отримати підвищені доходи для оплати розкішного життя, до якого швидко звикаєш. Фонди прямих інвестицій залучали вже не по 100, а по 500 млрд доларів щорічно, але інвестували тільки по 200 млрд, тому що придатних для інвестицій фірм ставало менше. Звичайними стали випадки, коли невелика компанія з доходом 1 млн доларів за допомогою фонду прямих інвестицій і кредиту 100 млн доларів купувала прибуткову корпорацію вдсятеро більшу за розміром, ніж вона сама. Почалося підвищення цін на компанії, і середнє відношення ціни фірми до створюваного нею грошового потоку зросло з 7 до 10. Це вплинуло і на швидке зростання ринку цінних паперів⁵²⁷. У 2007 році бум прямих інвестицій досяг максимуму — тільки в США було заявлено про угоди зі злиття й поглинання на 1,5 трлн доларів, а загалом у світі — на 4,5 трлн.

У 2000-х роках змінився склад великих інвесторів, що вкладали свої капітали у фонди прямих інвестицій. Якщо наприкінці 1980-х це були в основному страхові компанії та японські банки, то наприкінці 1990-х — початку 2000-х на їхню частку припадало лише 15 % активів фондів прямих інвестицій, а приблизно 50 % капіталів забезпечували пенсійні фонди. Наявність великих капіталів надавала фондам можливість проводити набагато масштабніші багатомільярдні угоди, і сфера прямих інвестицій стала в 2000-х роках потужним стимулом для економічного зростання. Якщо в 1980-х роках частка LBO у загальному обсязі угод не перевищувала 3–4 %, то в 2004 р.

⁵²⁷ З 2002 по 2007 рік індекс Доу-Джонса зріс із 7850 до 14 165, S&P 500 — з 777 до 1565, NASDAQ — з 114 до 2859.

вона досягла 13 % у США та 16 % у Європі, а під час найбільшого підйому в передкризовий 2007 рік становила 20 %⁵²⁸. «Озираючись на ті роки, люди називатимуть їх золотим часом для прямих інвестицій... настільки легко заробляли тоді гроші», — казав у 2006 році Девід Рубінштейн, співзасновник Carlyle⁵²⁹.

Стів Шварцман і Blackstone

Визнаним лідером серед 1700 фондів прямих інвестицій був фонд Blackstone Group. У 2006 році він контролював понад сто компаній вартістю близько 200 млрд доларів, прибуток фонду досяг 2,3 млрд доларів, а сам Стів Шварцман отримав 398 мільйонів доларів. Одні поважали фонд Blackstone і вважали прикладом для наслідування, інші ненавиділи і боялися компанії Шварцмана.

Фонд заснували Пітер Пітерсон і Стів Шварцман у 1985 році, у той час як Kohlberg Kravis Roberts (KKR) та інші великі гравці на ринку злиттів і поглинань мали вже десятилітній досвід. Пітерсон і Шварцман раніше працювали на керівних посадах в Lehman Brothers, а Пітерсон (він був старше Шварцмана на 21 рік) перебував на різних посадах в уряді, зокрема був міністром торгівлі при президенті Ніксоні. Назва Blackstone («Чорний камінь») відображала прізвища й походження засновників — Schwarz («чорний» на їдиші; предки Шварцмана були німецькими євреями) і Petros («камінь» грецькою; Пітерсон мав грецьке коріння).

⁵²⁸ Надходження у фонди прямих інвестицій було тоді неймовірним — 6,9 млрд доларів у Blackstone, 10 млрд в Carlyle, 8,5 млрд до фонду Goldman Sachs Capital Partners, 8 млрд у Warburg Pincus і 10 млрд у Apollo. А британські фонди прямих інвестицій Permira і Apx Partners зібрали кожен по 14 млрд доларів. Швидко зростали доходи фондів прямих інвестицій — у 2001 році (під час загального спаду) Blackstone змів виплатити інвесторам лише 146 млн доларів, а в 2004 році — вже 2,7 млрд, в 2005 р. — 4,2 млрд, в 2006 р. — 4,7 млрд. Втім, конкуренти Blackstone платили ще більше — фонд Carlyle у 2004 р. виплатив інвесторам 5,3 млрд, а KKR — 7 млрд. Однак за прибутковістю (40 % річних у 2008 р.) Blackstone випереджав інших (Кєри Д. Король капітала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кєри, Д. Моррис. — М.: Альпина Пабlishер, 2014. — С. 215–216, 218–219).

⁵²⁹ Crimmings C. Carlyle's Rubinstein Sees No Buyout Crash / C. Crimmings. — Reuters. — 2006. Jan. 25.

Первісний капітал Blackstone був невеликим — 400 тис. доларів. І для Шварцмана, і для Пітерсона ця сума була символічною — вони мали мільйони, отримані після того, як вони пішли з Lehman Brothers. Але вони вирішили не вкладати надто багато в нову справу, щоб спершу подивитися, як піде бізнес — консультації щодо злиттів і поглинань. У перспективі вони хотіли б перетворити нову компанію на фонд LBO з капіталом 1 млрд доларів (у KKR, тоді найбільшого такого фонду, капітал був приблизно 2 млрд доларів). Хоча мета була амбіційною, спершу справи йшли не дуже добре, попри досвід роботи засновників в Lehman.

Поштовхом стали 100 млн доларів, вкладені в Blackstone японською компанією Nikko, яка шукала будь-яку можливість для проникнення на американський фінансовий ринок. Потім 100 млн доларів вклав пенсійний фонд General Motors, за ним пішли інші інституційні інвестори, і на момент кризи в жовтні 1987 року Blackstone сформував свій фонд для поглинань із капіталом 635 млн доларів. Шварцману й Пітерсону повезло — вони встигли укласти контракти з інвесторами напередодні кризи. Якби вони хоч трохи спізнилися, ніхто вже не став би вкладати свої капітали у фонд після обвалу ринку 15 жовтня. А так Blackstone виявився найбільшим на той момент фондом LBO.

Основною постаттю в Blackstone був, звичайно, Стів Шварцман, який прославився відданістю роботі — він міг дзвонити колегам у суботу чи неділю, щоб обговорити справи, або о 05:30 ранку розсилати їм електронною поштою листи. Стів був одержимий бажанням розбагатіти й не приховував цього. На початку свого шляху, коли після закінчення Єльського університету він працював в інвестиційному банку Donaldson, Lufkin & Jenrette, Шварцману доводилося жити в дешевих і тісних квартирах, і він вирішив будь-що досягти успіху. Розбагатівши, він не приховував свого статку, не шкодував грошей на величезну яхту, дорогі машини та інші символи багатства.

У 1988 році в Blackstone прийшов 35-літній Лоренс Фінк, який прославився тим, що раніше створив у банку First Boston відділ з сек'юритизації іпотечних паперів. Фінк став другим за значенням фахівцем із сек'юритизації після Льюїса Раньєрі з Salomon Brothers. Але на початку 1988 року його відділ зазнав збитків у 100 млн доларів, тому First Boston збирався його позбутися. Прихід Фінка в Blackstone став для нього вдалим

рішенням — там він очолив афілійовану компанію Blackstone Financial Management, яка займалася операціями з іпотечними паперами. Згодом ця компанія дістала назву Black Rock і розрослася до масштабів, що значно перевершували Blackstone⁵³⁰.

У 1989 році у Шварцмана сформувалися міцні (як виявилось потім, досить перспективні) зв'язки із Джиммі Лі, директором Chemical Bank з інвестиційних операцій. Цей банк швидко зростав, у 1996 році він поглинув Chase і став називатися Chase Manhattan, а з 2000 року, після придбання J. P. Morgan — JPMorgan Chase. Саме цей банк став основним джерелом кредитів для компаній, що займалися прямими інвестиціями, а головним його клієнтом був Blackstone. А Джиммі Лі стали називати «новим Майклом Мілкеном».

22 березня 2007 року Blackstone оголосила про свій намір провести IPO. Це був безпрецедентний крок для фонду прямих інвестицій — до того жодна компанія подібного масштабу не зважувалася на це. Значення Blackstone у фінансовому світі було на той час настільки великим, що навіть китайський уряд оголосив про плани купити 10% акцій фонду. Охочих придбати ці папери було так багато, що в перший день торгів, 22 березня, їхня ціна зросла з 31 до 38 доларів, а до закриття торгів капіталізація Blackstone досягла 38 млрд доларів (майже 30% від вартості Goldman Sachs, найбільшого серед інвестиційних банків). Після продажу 23,6% акцій інвесторам і китайському уряду фонд одержав 7,1 млрд доларів, з яких 4,1 млрд отримали партнери компанії. Особисто Шварцман продав невелику частину своєї частки за 684 млн доларів, залишивши в себе пакет акцій на 9,3 млрд. А другий співзасновник, Пітер Пітерсон, який тоді вже відійшов від бізнесу (йому було вже 80 років), отримав 1,9 млрд доларів⁵³¹.

⁵³⁰ Справжній розквіт Black Rock почався після того, як в 2009 році уряд США найняв компанію для усунення наслідків глобальної фінансової кризи. Через деякий час Black Rock стала найбільшою у світі фінансовою компанією (в 2017 році в її управлінні перебувало 5,5 трлн доларів активів), і вона прославилася своєю комп'ютерною системою Alladin, призначеною для прогнозування фінансових ризиків. А Ларрі Фінк (напевно, за прикладом Стива Шварцмана, в якого він раніше працював) став відомим тим, прокидався щодня о 5:15 і приїжджав у головний офіс Black Rock о 5:45, щоб із шести до семи годин спокійно переглянути газети (New York Times, The Wall Street Journal, Financial Times) і обміркувати справи, пока його ніхто не відволікав.

⁵³¹ Кэри Д. Король капитала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кэри, Д. Моррис. — М.: Альпина Паблишер, 2014. — С. 11.

У передкризовий 2007 рік бум прямих інвестицій був у самому розпалі. Blackstone і кілька інших настільки ж великих фондів прямих інвестицій (Kohlberg Kravis Roberts, Carlyle Group, Apollo Global Management, Texas Pacific Group), які використовували десятки мільярдів доларів пенсійних фондів та інших інституційних інвесторів, хотіли одержати контроль над багатьма компаніями по всьому світу. Вартість поглинань постійно зростала — 20, 30, 40 млрд доларів. При цьому 20 % усіх операцій зі злиття й поглинання організували лише декілька глобальних фондів прямих інвестицій. Ці фонди, які раніше були змушені просити в банків фінансування для своїх проєктів, зараз опинилися в центрі уваги фінансових ринків. Вони мали у своєму розпорядженні величезні капітали, а головне — ні від кого більше не залежали.

Фонд Blackstone володів (повністю або частково) 51 компанією з 500 тисячами співробітників і обсягом продажів 171 млрд доларів. Щодо цього Blackstone був десятою за величиною корпорацією світу. При цьому у фонді працювало загалом близько 1000 осіб, і він не розкривав жодної фінансової інформації, доки не став публічною компанією (для порівняння — у банку Goldman Sachs працювало понад 30 тисяч співробітників, і він публікував докладний щоквартальний фінансовий звіт). У 2007 році Blackstone у всьому перевершував своїх головних конкурентів — KKR і Carlyle, зокрема і за прибутковістю, управляючи 88 млрд доларів інвесторів, нерухомістю на 100 млрд доларів, і крім того ще 50 млрд доларів, вкладеними в хедж-фонди інших компаній.

Раніше (особливо в 1980-х роках) вважалося, що злиття й поглинання здійснюються, щоб купувати за зниженою ціною компанії, а потім звільняти персонал, розпродавати активи та якнайшвидше отримати прибуток. Але в 2000-х роках прямі інвестиції набули іншого характеру, і діяльність Blackstone тому кращий приклад. Зазвичай купували компанії з перспективами зростання, яким не вистачало капіталів для модернізації. Коли (в середньому через п'ять років) після отримання фінансування та реструктуризації капіталізація таких компаній збільшувалася, фонд продавав їх компанії зі значним прибутком для себе.

Ринок цінних паперів і світові біржі

Мегабанки та хедж-фонди

У 2000-х роках у центрі фінансових ринків опинилася нечисленна група дуже великих банків з активами на сотні мільярдів і трильйони доларів⁵³². Вони все більше займалися операціями з іпотечними деривативами (CDO), роздуваючи величезний пузир, який лопнув у 2008 році. Частина з цих мегабанків із самого початку були інвестиційними (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch) і не займалися депозитними операціями. А банки, які створювалися як комерційні (Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America) за рахунок розгалуженої мережі філій залучали від вкладників депозити на сотні мільярдів доларів, одержуючи великі капітали, необхідні для операцій із цінними паперами.

І хоча розмір мегабанків мав би забезпечувати їхню безпеку та стабільність, на практиці величезні фінансові ресурси мегабанків створювали для них спокусу займатися найризикованішими операціями в особливо великому масштабі. З появою мегабанків — характерної риси 2000-х років — традиційний поділ на інвестиційні та комерційні банки втратив колишнє значення, і важливішою стала межа між невеликою групою мегабанків та тисячами інших традиційних банків.

Значно збільшилася кількість активів, операції з якими проводилися поза банківською системою в традиційному її розумінні. Ця «тіньова»⁵³³ небанківська фінансова система (до неї входили хедж-фонди та різні інвестиційні фонди) стала великим учасником ринків, особливо ринків коротко-термінових кредитів⁵³⁴. У 2007 році загальний обсяг активів в «тіньовому банкінгу» сягнув 6,5 трлн доларів, перевищив-

⁵³² У 2007 році активи досягли 2,2 трлн доларів у Citigroup і 1,7 трлн доларів у Bank of America.

⁵³³ «Тіньова» не в сенсі кримінального бізнесу (як тіньова економіка), а в тому, що вона практично ніяк не регулювалася.

⁵³⁴ Докладніше про тіньові банки див.: Global Shadow Banking Monitoring Report 2016. — <http://www.fsb.org/>

ши сукупні активи п'яти найбільших банківських холдингів (6 трлн доларів). Активи всієї банківської системи на той час становили трохи більше 10 трлн доларів. У «тіньовому банкінгу» використовували довготермінові ризиковані активи з невисокою ліквідністю, які фінансувалися за допомогою короткотермінових зобов'язань, що робило всю цю систему значно уразливішою, ніж звичайні банки. А відсутність страхування депозитів, звичайного в банківській системі, не давало можливості знизити ризики.

Хедж-фонди, основний учасник системи «тіньового банкінгу», зробили особливий внесок у розвиток спекулятивної культури тих років. Деякі хедж-фонди справді забезпечували високу прибутковість, хоча й не всі. Ймовірність банкрутства серед хедж-фондів сягала 20 %, і щороку кожний п'ятий фонд закривався. Знижувала реальну прибутковість також і традиційна система комісійних — 2 % від вартості активів в управлінні плюс 20 % прибутку. У результаті прибутковість хедж-фондів не тільки не перевищувала середнього для ринку рівня, але іноді була набагато меншою⁵³⁵.

Трохи статистики

Динаміка світового ринку цінних паперів у передкризові 2000-ті роки була досить простою, без складних трендів. Усі дані за ці роки можна легко знайти в Інтернеті. Нетривала криза доткомів помітно загальмувала ринки — у США з березня 2000 р. по жовтень 2002 р. індекс S&P 500 знизився на 49 %, індекс NASDAQ — на 78 % (більше зниження було тільки в часи «Великого краху» 1929 р. і Великої депресії на початку 1930-х років). Загальна капіталізація американського ринку цінних паперів зменшилася більше ніж на 7 трлн доларів. Зниження відзначалося також на інших розвинених ринках. Максимальним воно було в жовтні 2002 року, і до цього часу ринок Японії зменшив обсяги на 72 % (від максимального рів-

⁵³⁵ З 2000 по 2010 р. типовий середній хедж-фонд мав прибутковість в середньому 4,6 %. У їхніх конкурентів, взаємних фондів, прибутковість була більшою — Wellington Fund (заснований у 1928 році та один із найстарших) мав прибутковість 6,2 % (Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. — С. 41).

ня 1990 року), Німеччини — на 68 %, Франції — на 59 % (від максимуму в 1999 році)⁵³⁶. Після виходу із кризи на ринках став визрівати грандіозний спекулятивний пузир, пов'язаний в основному із сек'юритизацією іпотечних активів. Зростання цього пузиря добре було помітним у зміні капіталізації ринків боргових інструментів з фіксованою прибутковістю (переважно облігацій) та акцій.

Капіталізація ринку боргових інструментів (як відсоток від ВВП) зросла з 2000 по 2007 рік у Великій Британії з 80 % до 177 %, у Німеччині — зі 121 % до 199 %, у США — зі 164 % до 210 %, у Франції — з 94 % до 215 %⁵³⁷. Капіталізація ринку акцій у ті самі роки зазвичай теж зростала: у Великій Британії зі 170 % ВВП до 178 %, у Німеччині з 60 % до 74 %, у Франції з 91 % до 132 %, у Японії з 98 % до 109 %. Однак у США вона знизилася зі 155 % до 145 %⁵³⁸.

Роздування спекулятивного пузиря на ринку цінних паперів добре відображають також дані про активи інституційних інвесторів (одних з основних учасників ринку) та їхні інвестиції в цінні папери. З 2000 по 2007 роки в США ці активи зросли зі 185,1 % ВВП до 212,6 %; у Німеччині з 90,3 % до 144,6 %; у Франції з 90,9 % до 175,6 %. Інвестиції в цінні папери за цей самий час збільшилися в США зі 172,9 % до 196,9 %; у Німеччині з 66,8 % до 105,1 %; у Франції з 84,8 % до 165 %.

У 2004 р. загальний обсяг операцій з акціями на світових ринках становив 41 трлн доларів, із них 88 % (36 трлн) були пов'язані із внутрішніми інвесторами, 12 % (5 трлн доларів) з іноземними. Більше половини (60 %) операцій з акціями іноземних інвесторів проводили в Лондоні (45 % — на London Stock Exchange, 15 % — на розташованій в Лондоні біржі Swiss Stock Exchange Virt X). Крім того, найбільшим ринком, де проводилися операції з іноземними акціями, був Нью-Йорк —

⁵³⁶ У 2001–2002 рр. під час нетривалого спаду помітно зменшилися обороти та ліквідність бірж, однак вже в 2005-му ліквідність знову зросла і становила (у середньому) у США — 146 %, у Німеччині — 157 %, у Японії — 102 %, у Франції — 82 % (Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — С. 57–59).

⁵³⁷ Ліквідність ринку боргових інструментів у ці роки коливалася у Великій Британії від 98 % ВВП до 94 %, у Німеччині від 25 % до 6 %, у США від 9 % до 10 %, у Франції від 3 % до 4 %, у Японії від 1 % до 0.

⁵³⁸ Ліквідність ринку акцій у ті самі роки зросла у Великій Британії з 71 % до 157 %, у Німеччині зі 142 % до 189 %, у США з 205 % до 266 %, у Японії з 83 % до 143 %. У Франції вона знизилася з 243 % до 143 %.

32 % від загальносвітового обсягу операцій (20 % — на біржі New York Stock Exchange, 12 % — на біржі NASDAQ)⁵³⁹.

Особливо швидко зростала загальносвітова заборгованість за деривативами — з 281,5 трлн доларів у 2005 році до 516,4 трлн у 2007 році (зокрема за кредитно-дефолтними свопами з 10,2 трлн до 42,6 трлн доларів)⁵⁴⁰. Обсяг операцій з похідними інструментами зріс із 2005 до 2008 року в США з 38,9 трлн доларів до 87 трлн, у Німеччині з 16,1 до 57,4 трлн⁵⁴¹. Особливо привертають на себе увагу темпи зростання заборгованості за кредитно-дефолтними свопами. У ті роки про це мало хто замислювався, але сьогодні ми вже знаємо про «велику гру на зниження» і про значення цих інструментів у кризі 2007–2009 років.

Після кризи ринок деривативів швидко відновився. У 2011 році обсяг операцій із ф'ючерсами в США збільшився до 60 трлн доларів, із кредитно-дефолтними свопами — до 33 трлн доларів, а загальна капіталізація світового ринку деривативів досягла 708 трлн доларів. Для порівняння — сумарна капіталізація загальносвітового ринку акцій і облігацій становила в цей час приблизно 150 трлн доларів⁵⁴².

Біржі в 2000-х роках

До початку 2000-х років найвпливовішою серед світових бірж стала NASDAQ, де котирувалася основна частина акцій високотехнологічних компаній «нової економіки», а Нью-Йоркська біржа NYSE почала поступово здавати свої позиції.

NASDAQ була однією з перших бірж, які перейшли на систему електронного трейдингу. Взяти участь у торгах тепер можна було з будь-якої частини світу. Зручності були очевидними, але в інвесторів з'явилися нові питання. При класичній схемі торгів у біржовому залі брокер пропонував інвестору

⁵³⁹ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. — Oxford: Oxford University Press, 2006. — P. 316.

⁵⁴⁰ Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007. — <http://www.sifma.org>

⁵⁴¹ World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. — <http://www.world-exchanges.org>

⁵⁴² Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. — С. 35.

середню ціну на потрібні йому папери, яка існувала на той момент на біржі. Інвесторові залишалося тільки вирішити — купувати чи не купувати ці папери. А на біржі NASDAQ, де маркет-мейкери намагалися прогнозувати зміни цін, інвесторові надходили пропозиції від численних (іноді до 50) посередників, і це тільки за якимось одним найменуванням акцій.

Криза доткомів у 2000 році загальмувала зростання усіх бірж високотехнологічних паперів, зокрема і NASDAQ, яка планувала злитися з London Stock Exchange для створення глобального ринку акцій нових компаній. Але після краху доткомів довелося відмовитися від таких масштабних амбіційних планів, згорнувши свої операції в Європі і Японії. У 1999 році середній оборот NASDAQ перевищував оборот NYSE майже вдвічі, але позиції NASDAQ значно послабшали після того, як здувся пазир доткомів. Зведений індекс NASDAQ composite у березні 2000 року досяг значення 5132,52 пункту, щоб потім упасти до 1114,11 у жовтні 2002 року.

Однак через деякий час біржа NASDAQ знову повернулася до планів поглинання Лондонської біржі LSE. Після того як у Лондоні декілька разів відкинули пропозицію придбати біржу, NASDAQ купила близько 30 % акцій Лондонської біржі. Але на цьому справа загальмувалася — більше акцій купити не вдалося, і NASDAQ довелося відмовитися від планів поглинання Лондонської біржі, натомість переключившись на скандинавську біржу OMX. Злиття було завершено на початку 2008 року, і нова компанія дістала назву NASDAQ OMX Group.

Нью-Йоркська біржа NYSE після краху доткомів знову змогла обігнати NASDAQ за обсягом операцій. До 2003 року біржею NYSE управляла рада директорів⁵⁴³, головою якої був Річард Грассо. Він прославився тим, що після теракту 11 вересня 2001 року не допустив колапсу біржі, швидко відновивши її роботу. Популярності Грассо додавало також і те, що він був єдиним головою біржі, який починав свій шлях простим брокером. Але в 2003 році, коли стали відомі отримані ним премії, вибухнув скандал. У 2001 році премія Грассо становила 16 млн доларів, хоча весь річний дохід біржі був лише 31,8 млн; у 2002 році він отримав 10,1 млн доларів при доході біржі 28,1 млн. Однак у серпні 2003 року біржа продовжила контракт із Грассо до 2007 року, посиляючись на те, що

⁵⁴³ У ньому було 26 членів — голова, президент, 12 представників від професійних учасників цінних паперів, і 12 представників громадських організацій.

саме завдяки йому зросла кількість компаній, чії акції торгувалися на біржі. Почався збір підписів, щоб добитися дострокової відставки Грассо, і йому довелося піти з посади. Разом із ним пішли декілька директорів біржі, які також одержували великі премії. Після цього була переглянута вся структура управління біржею, щоб зробити її більш прозорою та підконтрольною для учасників ринку.

NYSE знову вийшла в лідери серед світових бірж, хоча вона була найбільш консервативною з них. Тільки там збереглися «живі» торги в традиційному біржовому залі, на інших біржах давно вже скасовані як пережиток минулого. А на NYSE чомусь вважали, що торги в біржовому залі гарантували високу ліквідність і найкращу ціну. Такий підхід подобався не всім, особливо великим інституційним інвесторам, які купували і продавали великі пакети цінних паперів. У цих операціях важливою є швидкість проведення — ціни можуть змінюватися за секунди, не кажучи вже про хвилини, і метушливі та гучні торги в біржовому залі для цього не підходять⁵⁴⁴.

Після того як деякі великі учасники пригрозили піти з NYSE на інші біржі, стало ясно, що це питання потрібно вирішувати. У 2006 році відбулося об'єднання NYSE з розташованою в Чикаго електронною торговельною системою Archipelago. У цьому самому році NYSE стала публічною акціонерною компанією NYSE Group⁵⁴⁵, випустивши свої акції. Основну їхню частину (70 %) і 400 млн доларів готівкою одержали 1366 співвласників біржі.

Успіх злиття NYSE з Archipelago спонукав керівництво біржі піти далі — і провести в тому самому 2006 році злиття NYSE Group і європейської біржової групи Euronext (яка об'єднувала біржі Парижу, Амстердаму, Брюсселя й Лісабону, а також лондонську біржу деривативів LIFFE). Так з'явилася найбільша у світі біржа NYSE Euronext (NYX), де було

⁵⁴⁴ У 2017 році на Нью-Йоркській біржі проводилося 60 % світового обсягу операцій із цінними паперами, і більше 4000 компаній брало участь у торгах. Операції з акціями стали повністю автоматизованими (за винятком окремих дуже рідкісних і дорогих акцій). Інвестору потрібно було знайти брокерську компанію, що мала право торгувати на NYSE, після чого він отримував доступ до біржі через Інтернет і міг вільно купувати й продавати включені в лістинг акції — або самостійно, або за допомогою брокера (NYSE — Нью-Йоркская фондовая биржа. — <https://www.equity.today/nyse.html>).

⁵⁴⁵ У 1971 році NYSE була зареєстрована як некомерційна організація, що належить 1366 членам. Членство продавали й купували — після злиття з Archipelago вартість місця на біржі зросла до 4 млн доларів.

4000 компаній у лістингу, обсяг торгів 140 млрд доларів на день і капіталізація близько 30 трлн доларів.

Хоча NASDAQ і NYSE залишалися конкурентами, в інтересах своїх клієнтів з 2004 року на них запровадили подвійний лістинг, і папери однієї компанії могли бути включені в котирування обох бірж. А в 2007 році NYSE, відома консервативною позицією, навіть дозволила брокерам проводити операції з паперами, якими торгували на NASDAQ та інших біржах. Перед початком кризи 2007–2009 років співвідношення сил між цими двома біржами було неоднозначним. NYSE випереджала NASDAQ за капіталізацією компаній, включених у лістинг, а на біржі NASDAQ у лістингу більшою була кількість компаній — близько 7,5 тисячі. Третя американська біржа AMEX на початку 1970-х майже наздогнала NYSE за кількістю компаній у лістингу. На початку 1990-х років вона першою стала використовувати електронний трейдинг, однак у 2000-х роках ця біржа значно поступалася за обсягами операцій NYSE і NASDAQ і тому не була їхнім реальним конкурентом.

Загалом у 2000-х роках позиції американських бірж, які все ще домінували на глобальному ринку цінних паперів, почали слабшати після появи закону Сарбейнса-Окслі. Закон встановив суворіші правила для компаній, які планували розміщувати свої папери на американських біржах. Оскільки для інвесторів були доступні всі світові біржі (лондонська LSE або канадська біржа TSX Group⁵⁴⁶), вони зазвичай обирали ліберальніші ринки, найчастіше Лондон. А коли після терактів 11 вересня ускладнили правила в'їзду до США, інвестори почали втрачати інтерес до американських бірж.

Лондонська біржа цінних паперів (London Stock Exchange, LSE) у рейтингу світових бірж посідала третє місце після Нью-Йоркської та Токійської. Підйом на біржі (яка на початку XX століття була визнаним світовим лідером) почався після реформ 1986 року. А справжній розквіт настав у 2000-х роках, коли до Лондону пішли потоки іноземних капіталів. У 2001 році біржу (яка з 1986 по 2001 рік належала великим професійним учасникам ринку цінних паперів — співвласникам LSE) перетворили на відкрите акціонерне товариство (public limited company).

⁵⁴⁶ На біржах цієї групи в 2007 році торгувалося приблизно 4000 акцій компаній Канади, США та інших країн, а денний оборот однієї тільки Торонтської біржі (лідуючої в цій групі) досягав 6 млрд доларів.

Виданий у США закон Сарбейнса-Окслі та напружена обстановка після теракту 11 вересня 2001 року дали Лондону унікальний шанс, і він ним, звісно, скористався. А хвиля заможних емігрантів з Росії на початку 2000-х років створила надлишок вільних капіталів. У 2006 році LSE за обсягом IPO обігнала NYSE і NASDAQ (при цьому близько 70 % нових емісій були пов'язані з російськими компаніями). Наприкінці 2007 року в лістингу біржі було майже 3300 компаній з капіталізацією 16 трлн доларів, але за обсягами IPO вона незабаром почала відставати від швидко зростаючих азійських бірж, особливо в Гонконгу та Сінгапурі.

У 2000-х роках було чимало спроб поглинання LSE⁵⁴⁷, хоча біржа успішно опиралася цьому. Чутки про можливе поглинання стали для неї доброю рекламою — акції LSE зросли в ціні майже вдвічі. А в 2007 році вона виявилася наполовину у власності інвесторів із Близького Сходу — 23 % акцій придбало Катарське інвестиційне агентство QIA, а 28 % акцій з пакета, що належав NASDAQ, викупив дубайський біржовий холдинг Borse Dubai.

У континентальній Європі лідером була група Euronext, яка з'явилася в 2000 році після злиття Амстердамської, Брюссельської та Паризької бірж. У 2001 році вона поглинула Лондонську біржу фінансових деривативів LIFFE, у 2002 році — Португальську біржу цінних паперів. А в 2006 році 91,4 % акцій Euronext купила за 14,3 млрд доларів Нью-Йоркська біржа NYSE, утворивши найбільшу світову біржу NYSE Euronext (NYX), що мала 4000 компаній у лістингу й денний оборот 140 млрд доларів.

На півночі Європи основну частину ринку цінних паперів Скандинавії й країн Балтії контролювала в 2000-х роках біржова група OMX⁵⁴⁸, яка в 2008 році об'єдналася з NASDAQ, після чого виникла одна з найбільших біржових груп NASDAQ OMX Group, прибуток якої тільки за перший квартал 2008 року досяг 121 млн доларів.

⁵⁴⁷ Це намагалися зробити Франкфуртська біржа, німецька Deutsche Borse та інші претенденти. Найсерйознішою була спроба поглинання з боку NASDAQ, яка придбала 31 % акцій. Після цього керівництво NASDAQ запропонувало британським акціонерам продати акції за 5,3 млрд доларів, яких не вистачало до контрольного пакета, але британці відмовилися від будь-яких переговорів.

⁵⁴⁸ Вона поєднує біржі в Стокгольмі, Вільнюсі, Ісландії, Копенгагені, Осло, Ризі, Таллінні, Гельсінкі.

Ще однією великою європейською біржовою групою була Deutsche Borse (DB), яка виникла на основі Франкфуртської біржі; вона включала в себе депозитарно-клірингову систему Clearstream і біржу деривативів Eurex. За рахунок агресивної політики просування на ринках у 2000-х роках DB швидко стала фінансовим інститутом глобального масштабу⁵⁴⁹.

В Азії в 2000-х роках провідною залишалася Токійська біржа цінних паперів (Tokyo Stock Exchange, TSE) з 2300 японськими компаніями в лістингу, яка контролювала більшість усіх біржових операцій у Японії. А в 2007 році TSE оголосила про стратегічний альянс із NYSE. Крім TSE, найбільшими азійськими біржами стали Шанхайська (Shanghai Stock Exchange, SSE)⁵⁵⁰ і Гонконгська (Hong Kong Stock Exchange, HKEX)⁵⁵¹. Хоча Гонконгська біржа випереджала Шанхайську за кількістю компаній у лістингу, темпи зростання Shanghai Stock Exchange (тільки за 2007 рік 130%) виявилися значно вищими. Впливовими на азійських ринках були дві індійські біржі — Бомбейська⁵⁵² (Bombay Stock Exchange, BSE) і Національна біржа Індії (National Stock Exchange of India, NSE), заснована в 1992 році, яка швидко обігнала Бомбейську біржу завдяки застосуванню електронних трейдингових систем.

У країнах Перської затоки в 2000-х роках найшвидше розвивалася Дубайська біржа (Dubai Borse), хоча за кількістю компаній у лістингу (89) в 2007 році вона помітно поступалася біржі Омана (Oman Muscat Security Market, MSM) — 206 компаній, або Кувейту (Kuwait Stock Exchange) — 203 компанії. Головною перевагою Дубайської біржі була загальна ліберальна політика ОАЕ, легкість отримання візи для в'їзду в Емірати та космополітичність Дубая, де жили й працювали безліч іноземців, зокрема з країн Заходу.

Однією з головних особливостей 2000-х років стало поширення на провідних світових біржах алгоритмічного трейдингу, який спершу з'явився в США. Це була наступна стадія

⁵⁴⁹ На початку 2005 року Deutsche Borse зробила офіційну пропозицію щодо поглинання Лондонської біржі, але майже половина акціонерів DB була проти, оскільки не бачила в цьому ніякої вигоди. Тому від пропозиції довелося відмовитися.

⁵⁵⁰ У 2007 році в лістингу Шанхайської біржі було понад 900 китайських компаній.

⁵⁵¹ У тому самому 2007 року на Гонконгській біржі в лістингу було 1200 компаній.

⁵⁵² Найстаріша азійська біржа, заснована в 1875 році.

розвитку електронного трейдингу, коли людину-трейдера перед комп'ютером, яка ухвалює рішення про проведення операцій, замінила запрограмована комп'ютерна система. Обсяги алготрейдингу в 2000-х роках точно не відомі. За приблизними оцінками, у 2005 році на американських біржах вони становили від 14 до 25 % операцій з акціями, а на Лондонській біржі, що лідирувала в Європі за використанням алготрейдингу, — до 28 % наприкінці 2006 року⁵⁵³.

Трейдери

Новий світ

Ще донедавна трейдингом займалася невелика група вузьких фахівців. Біржові трейдери були посередниками, які торгували не за свої гроші — вони організовували угоди між фінансовими інститутами або брокерами. Деякі з них багато заробляли, але для більшості це стало рутинною технічною роботою. Трейдери муніципальними облігаціями були зосереджені в Нью-Йорку, зернові трейдери — у Чикаго. Десятиліттями така посередницька діяльність забезпечувала трейдерам стабільні доходи, можливість купити будинок на околиці міста і нову машину раз на два роки.

Традиційний трейдинг, інакше кажучи, біржова торгівля, відбувався звичним способом, який мало змінився з минулих століть — трейдери юрбилися в торговельному залі (його називали «ямою»), викрикуючи замовлення й подаючи знаки руками. Долоні усередину означали покупку, долоні назовні — продаж, підняті вгору пальці — значення від одного до п'яти, пальці в горизонтальному положенні — значення від шести до десяти. Торги в «ямі» були фізично виснажливою справою, тому перевагу мали міцні хлопці зі спортивними статурами.

⁵⁵³ Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. — С. 344.

Усе змінилося після поширення електронного трейдингу через Інтернет і нових комп'ютерних торговельних систем. У нових торговельних залах, заповнених комп'ютерами, усі трейдери були молодими чоловіками, не більше тридцяти, «і зверталися вони один до одного за прізвиськами... Не дивно, що й дрес-код, якщо тут можна взагалі вживати це слово, був скоріше як у фітнес-клубі. Якщо не зважати на годинники... усі вони виглядали майже жебраками. Стандартною формою одягу були джинси або шорти, футболки й сандалі... Усе це доповнювалося стійким запахом від 120 спітнілих чоловіків, одягнених для занять спортом. Вони сиділи у двох однакових кімнатах, набившись, як оселедці в бочку, та ще обплутані проводами»⁵⁵⁴.

Швидке поширення Інтернету уможливило проведення операцій із цінними паперами через Мережу в режимі реального часу. Основним центром електронного трейдингу став Лондон. Трейдери з Лондонської міжнародної біржі фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE) — однієї з найдинамічніших бірж того часу — швидко зрозуміли переваги електронного трейдингу, після чого почали відкривати в лондонському Сіті власні компанії. Для цього потрібно було небагато — орендувати невеликий офіс, купити комп'ютери, ну й головне — знати, що робити з усім цим далі. Інакше кажучи, як перетворити свій офіс із комп'ютерами в точку доступу до глобального казино.

Трейдери тепер торгували на власні гроші, вони перестали бути просто посередниками — цю роль виконували комп'ютери. Спершу в нові компанії переходили біржові трейдери — переважно з торговельного залу біржі LIFFE, який все більше порожнів. Потім на роботу стали запрошувати молодих випускників університетів з математичною освітою і добре розвиненою інтуїцією. За чутками, деякі із трейдерів заробляли по мільйону доларів на місяць.

Найлегше було заробити гроші на операціях із ф'ючерсами. Вони колись з'явилися, щоб зафіксувати ціну на постачан-

⁵⁵⁴ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 24–25. «Трейдинг ставав більш технологічним, відображаючи процеси, що відбувалися в останнє десятиліття в Кремнієвій долині. Основними перевагами тепер стали не вік і досвід, а знання передових технологій і розуміння, як їх можна використовувати. Уперше в людській історії наївність стала сильною стороною, тому що в поєднанні із хватким розумом дозволяла... знаходити абсолютно нові способи робити гроші» (Там само, с. 64).

ня сільськогосподарської продукції або інших товарів, яких на момент укладання угоди ще не було в наявності. В епоху електронного трейдингу операції з ф'ючерсами перетворилися на основну рушійну силу «глобального казино». Для трейдерів вже не мало особливого значення, чи буде відбуватися придбання чи продаж реальних товарів. Важливо було тільки те, за якою ціною буде торгуватися певний ф'ючерсний контракт у певний час, і чи можна буде заробити на цьому гроші. Неважливо, чи буде ціна зростати або падати — головне, щоб на ринку був хоч якийсь рух. У той час під час операцій з ф'ючерсами трейдери могли торгувати із кредитним плечем, яке в 200 разів перевищувало вартість ф'ючерсного контракту. Іншими словами, вклавши 20 000 доларів чи інший контракт, вони могли відкривати позицію на 4 млн доларів. А при такій позиції навіть невелика зміна ціни давала чималий прибуток. Або створювала чималі збитки.

Основним інструментом трейдера 2000-х років був торговельний термінал із шістьма екранами. На одному постійно йшли новини (зазвичай канал CNBC), іншим був термінал Bloomberg, що показував усю доступну фінансову інформацію. Ще два екрани — для графіків, і на них можна було вести тренди й зіставлення для будь-яких цінних паперів. Два останні екрани використовувалися для торговельних операцій, саме вони й були головним інструментом електронного трейдингу. За їхньою допомогою трейдер з Лондону, Нью-Йорка або іншої точки світу міг купувати й продавати будь-які фінансові інструменти.

З появою електронного трейдингу зникла прив'язаність трейдерів до фінансових центрів — їм більше не потрібна була географічна близькість до бірж, банків та фінансової інфраструктури світових столиць. Усе, що було потрібне трейдеру, знаходилося в Інтернеті, тому достатньо було мати тільки стабільний доступ до Мережі. Пішли в минуле тісні лондонські офіси з комп'ютерами, заповнені спітнілими хлопцями з дорогими годинниками, і нарешті здійснилася найбільша мрія трейдера — сидіти на пляжі десь на Карибах або в Таїланді та звідти займатися своїм бізнесом.

Втім, десь жити однаково було потрібно, і у трейдерів з'явилися нові центри тяжіння. «У середині нульових роль Маямі як воріт у Південну Америку і прекрасний клімат зробили це місто однією з трейдингових столиць. Десятки компаній...

відкривали офіси в Маямі, щоб їхні трейдери могли в зимові місяці торгувати й відпочивати на сонячних пляжах». Це був «найвищий прояв кочового способу життя, який став можливим з появою електронної торгівлі»⁵⁵⁵.

Однак виявилось, що електронний трейдинг — небезпечна річ, зокрема для всього глобального ринку. Раніше трейдер, який працював у біржовій залі в усіх на очах, не становив особливої загрози. Максимум, що він міг зробити, — спричинити збитки своїм клієнтам. А в епоху Інтернету якийсь нікому не відомий трейдер, що сидить за торговельним терміналом, з'єднаним з усіма світовими біржами, міг отримати у своє розпорядження практично необмежений кредит і спровокувати катаклізми глобального масштабу на фінансовому ринку.

Доходи трейдерів

«Кращі гравці фінансової індустрії більше не задовольнялися заробітками, від яких зникло би навіть провідний гравець New York Yankees. У 2002–2003 роках їхні доходи досягли позахмарних висот і були порівнянні із ВВП маленьких країн... десятки невідомих трейдерів з хедж-фондів одержують по 50 мільйонів доларів на рік, а багато — значно більше»⁵⁵⁶. Найбільші доходи мали творці «роботів» для алгоритмічного трейдингу — комп'ютерних програм, здатних самостійно проводити операції з купівлі й продажу фінансових інструментів. Чим більше електронний трейдинг завойовував світ, тим більше з'являлося можливостей збирати дані на всіх світових ринках, аналізувати їх і створювати трейдингові алгоритми.

⁵⁵⁵ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 51–52.

⁵⁵⁶ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 71. «Якийсь час я працював банківським функціонером, а потім став серйозним трейдером. Я загірив гроші лопатою — для інших і для себе... а спеціалізувався на золоті... Якщо ви тримаєте хоча б мільйон або два доларів у золоті, вам не треба ходити в казино. А також дивитися кіно або лазити у Фейсбук. Просто сидиш біля екрана, дивишся, як змінюється в реальному часі графік... Захоплюючий інтерес гарантований, і ніяких інших сильних переживань душі вже не потрібно» (Пелевин В. Лампа Мафусаила / В. Пелевин. — <http://www.bukva.org.ua>).

Про доходи трейдерів розповідали легенди. На початку 2000-х найуспішніші заробляли по мільйону доларів на місяць. Головним їхнім аксесуаром був дорогий годинник, якийсь Frank Muller тисяч за 30 доларів або Breitling, який одразу показував статус власника. Годинник був першою річчю, яку купував трейдер, коли в нього з'являлися гроші, — саме він вважався показником успішності. А вже потім машина: «Феррарі», «Бентлі» або «Мерседес». І годинник, і дорога машина — це була винагорода самому собі за вдале натискання кнопки, яке приносило багатство.

Більшості трейдерів 2000-х років було не більше тридцяти, зазвичай вони зверталися один до одного як у підліткових вуличних компаніях, і одягалися відповідно — у строкаті футболки й шорти. Але незабаром на зміну спортивним хлопцям стали приходити молоді випускники університетів, які мали математичні здібності та інтуїцію. Це дозволяло їм виявляти ринкові тренди та помічати рухи курсів цінних паперів, нехай навіть невеликі, на яких можна заробити. А далі питання було тільки в розмірі позиції трейдера.

Якщо трейдер вкладав власні 10 тисяч доларів, він міг відкривати позицію на 2 млн доларів за якимось синтетичним ф'ючерсним контрактом типу коливань курсів валют, або за будь-якими іншими цінними паперами. Головне було визначити для себе ступінь ризику — ту межу, за яку не можна переходити, інакше можна легко залишити у віртуальних світах Інтернету будь-які капітали.

Кен Гріффін і Джеймс Саймонс

Одним із найбільш знаменитих трейдерів був Кен Гріффін, який створив у Чикаго хедж-фонд Citadel Investment Group. Гріффін завжди любив ризик — він почав торгувати конвертованими облігаціями, ще коли навчався в Гарварді. Заснувавши свій фонд, він запросив до нього математиків, комп'ютерних інженерів і фінансових аналітиків, витративши чимало часу та сил на створення математичної моделі арбітражних операцій з конвертованими облігаціями, які можна обміняти на акції. Його модель дозволяла знаходити найменшу різницю в цінах, щоб отримувати на цьому прибуток.

Завдяки цьому фонд Гріффіна майже повністю відмовився від трейдерів — їх замінили комп'ютерні програми (як сказали б згодом, «роботи»; у часи Кена Гріффіна їх називали «чорними ящиками»). Вони здійснювали пошук на всіх доступних електронних ринках і самостійно проводили операції, коли знаходили умови, які відповідали заданим параметрам. І робили вони це набагато швидше та ефективніше, ніж живі трейдери, які займалися скальпінгом — одержанням прибутку на найменших коливаннях курсів. З 1998 року основний фонд «Цитаделі» зростав у середньому на 21 % на рік (у 2003 р. — 250 млн доларів, у 2004-му — 100 млн), а в 2007 році, коли всі вже почали зазнавати великих збитків, «роботи» Кена Гріффіна дали йому 32 % прибутку.

Були також інші люди, які заробляли в ті роки на «чорних ящиках» (або на алгоритмічному трейдингу, як сказали б сьогодні) не менше, а іноді й більше, ніж Кен Гріффін. Джеймс Саймонс⁵⁵⁷ створив свого «робота», щоб скальпувати ринки і отримувати дохід кілька центів, але на дуже великій кількості операцій. Саймонс заснував хедж-фонд Renaissance Technologies із центральним офісом у Нью-Йорку на Лонг-Айленді, одержавши дохід 400 млн доларів у 2003 році та 500 млн у 2005-му.

Стіві Коен

Найбільше серед трейдерів прославився Стіві Коен, який заробив 550 млн доларів у 2003 році та 650 млн у 2004-му. Причому це було не просто зростання капіталізації компанії, а саме особистий дохід, який у будь-який момент можна було покласти в портфель і витратити на те що хочеш. Стіві Коен не фотографувався, уникав журналістів і вимагав від своїх співробітників підписувати численні документи про нерозголошення інформації. Про нього, схожого зовні на провінційного бухгалтера, розповідали легенди — казали, що він математичний геній, здатний передбачити зміну цін на будь-які папери.

⁵⁵⁷ Колись він працював фахівцем із шифрів Агентства національної безпеки США, а потім став професором математики Каліфорнійського університету в Берклі.

Офіс хедж-фонду Стіві Коена SAC Capital перебував у Стемфорді, невеликому містечку недалеко від Нью-Йорка в штаті Коннектикут, де в 2000-х роках з'явилося багато фінансових компаній та філій банків. У фонді Коена працювало дві сотні трейдерів і аналітиків, які проводили за день операції з 20 млн акцій. Хоча в цей час електронний трейдинг швидко витісняв традиційних брокерів з Уолл-стріт, Коен продовжував платити брокерам комісію за угоди, витративши в 2004 році на це 250 млн доларів. Від брокерів йому було потрібно не просто виконання угод (це можна було зробити за допомогою комп'ютерів), а щось набагато важливіше — інформація.

Типова тактика Коена була простою — його трейдери продавали без покриття ті чи інші акції, а потім дивилися, наскільки в гру включаються інші учасники ринку. Коли курс акцій падав, вони викупували за зниженою ціною свої папери. Стіві Коен і Кен Гріффіні стали культовими фігурами — у ті роки було модно віддавати свої гроші в управління власникам престижних хедж-фондів. Причому йшлося про великих інвесторів — із дрібними хедж-фонди взагалі не працювали. На відміну від звичайної схеми винагороди управляючих хедж-фондів — 2% від суми активів плюс 20% прибутку, — Коен став брати більше, 3% від суми активів і 50% прибутку, але до нього однаково йшли інвестори.

Божевільні прибутки в 2007 році

Навіть за стандартами 2000-х років «заробітки за 2007 рік були настільки великими, що я просто не знав, як називати цих людей. Мільярдери? Але такими всі звикли вважати власників мільярдних капіталів», хоча в декого один тільки річний дохід становив мільярд доларів. Дивно було б порівнювати тих, «хто робив власне багатство з цифр і повітря, зі старомодними титанами індустрії, які все життя поступово вибудовували компанії, наймали людей, виробляли якийсь товар». А ці люди «управляли найбільш прибутковою в людській історії грошовою машиною, яка могла давати їм по мільярду щороку»⁵⁵⁸.

⁵⁵⁸ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 248.

Керуючий фонду Saxton Associates Брюс Ковнер (у минулому водій таксі) розпоряджався активами вартістю 12 млрд доларів. І хоча його фонд у 2005–2007 роках мав нульову прибутковість (при тому що ринок цінних паперів зріс на 5 %), його клієнти платили 30 % з доходу і 3 % за управління (360 млн доларів) навіть при нульовій прибутковості. У 2007 році Ковнер заробив після сплати всіх податків 200 млн доларів і не надто переймався про те, щоб фонд мав хоча б якусь прибутковість.

У фонді Omega Advisors, який управляв активами на 5,6 млрд доларів (ним керував Леон Куперман, який був раніше відомим аналітиком з Goldman Sachs), прибутковість була лише трохи більше нуля, але свої 150 млн доларів за 2007 рік Куперман поклав до кишені. Та й Джон Мерівезер з JWM Management, який колись керував знаменитим фондом Long-Term Capital Management, теж отримав за цей рік 100 млн доларів тільки за сам факт управління капіталом, хоча його новий фонд не мав помітної прибутковості.

Ті, у кого прибутковість була вищою, заробили в цей передкризовий рік ще більше. Основну перевагу мали розробники «роботів» — програм для алгоритмічного трейдингу. Хоча ринки перед кризою були волатильними, для «роботів» будь-яке коливання цін давало можливість отримати прибуток. Особливо успішним у цьому став фонд Renaissance Technologies Джеймса Саймонса, який отримав у 2007 році дохід 6 млрд доларів — навіть більше, ніж знаменитий Стіві Коен. А фонд Коена Medallion зі схемою прибутковості «5 і 44» цього року мав 70 % річної прибутковості, що становило близько 5 млрд доларів, з яких особисто Коен одержав 1,5 млрд. Кен Гріффін також поклав собі до кишені понад 1 млрд доларів.

Джон Полсон

Найбільше розбагатіли ті, хто зрозумів наближення грандіозного краху й почав велику гру на зниження. Це були не тільки герої знаменитої книги Майкла Льюїса «Велика гра на зниження», а й також інші не менш досвідчені фінансисти. Одним із них був Джон Полсон. Багато хто думав, що він родич Генрі Полсона (міністра фінансів США в 2006–2009 рр.,

у минулому виконавчого директора Goldman Sachs), але вони лише мали однакове прізвище і навіть не були схожі зовні. Хедж-фонд Paulson & Co з'явився ще в середині 1990-х, хоча й не входив до групи найбільших. Джон Полсон потроху багатів, хоча нічим особливим поки що не прославився. А напередодні кризи завдяки аналізу ринку він зрозумів, що пузир іпотечних паперів обов'язково лопне, і відбудеться це в 2007 році. Після цього Полсон почав гру на зниження індексу ABX, який відображав стан ринку ризикованих (subprime) іпотечних паперів. Його розрахунки виявилися правильними, хоча найбільше Полсон збагатився навіть не на цьому.

Через банк Goldman Sachs він придбав великий пакет низькоякісних CDO, в основі яких були найризикованіші (subprime) іпотечні облігації. Після цього він дешево купив у найбільшої страхової компанії American International Group (AIG) дуже велику кількість кредитно-дефолтних свопів, застрахувавши в такий спосіб свій пакет CDO. У той час ніхто не розраховував на обвал ринку іпотечних паперів, і плани Полсона залишилися незрозумілими для AIG, інакше страхова компанія ніколи б не пішла на такий ризик⁵⁵⁹. Коли почався обвал на ринку CDO, ціни на кредитно-дефолтні свопи стали швидко підвищуватися — інвестори були готові платити за них будь-які гроші, щоб одержати хоча б щось за своїми CDO, які швидко падали в ціні. До кінця 2007 року активи фонду Полсона зросли з 7 млрд до 30. Його інвестори сильно збагатилися, а скільки отримав особисто Полсон, точно не знає ніхто, хоча говорили, що це була найвигідніша угода в історії.

Коли криза пішла на спад і почалося розслідування, Комісія з цінних паперів і бірж висунула претензії Goldman Sachs у тому, що банк не міг не розуміти мети і плану Полсона, однак, незважаючи на його гру на зниження, продовжував продавати своїм клієнтам CDO, проти яких грав Полсон. Банку довелося заплатити 550 млн доларів штрафу.

Полсон був не єдиним, хто почав перед іпотечною кризою гру на зниження. Філ Фолкоун з фонду Harbinger, у минулому

⁵⁵⁹ У 2008 році AIG опинилася на межі банкрутства (в основному через кредитно-дефолтні свопи), і державі довелося видати їй найбільший в історії кредит — 223 млрд доларів. Проблеми AIG виникли, звісно, не тільки через Полсона, хоча його кредитно-дефолтні свопи внесли свій помітний внесок. Незважаючи на важкий кризовий час, після одержання цього кредиту AIG насамперед сплатила своїм топменеджерам бонуси й премії на 165 млн доларів, що спричинило сильне незадоволення в суспільстві.

професійний хокеїст, який займався потім інвестиціями на ринку нерухомості, теж вчасно зрозумів, до чого йде справа. Він вклав 6 млрд доларів зі свого фонду (який управляв активами на 10 мільярдів) у короткі позиції за найризикованішими іпотечними паперами. Коли ці папери впали в ціні, капітали фонду збільшилися до 20 млрд доларів, а сам Фолкоун поклав до кишені 2 мільйони. Ну а історію, описану Майклом Льюїсом у його книзі, переказувати не буду — вона добре відома.

Мода на бонуси

Система бонусів, яка розквітла в передкризові роки, у фінансових компаніях з'явилася порівняно недавно. До 1971 року більшість великих банків були партнерствами. Підбиваючи річні підсумки, партнери ділили між собою прибуток, а співробітники отримували зарплату, як будь-який найманий персонал. Але потім більшість великих банків стали акціонерними компаніями, ринок вимагав від них постійного поліпшення фінансових результатів, а це залежало від мотивації співробітників, причому не пересічних, а топменеджерів. Класичним прикладом стала історія одержання в 1987 році Майклом Мілкеном величезного річного бонусу від Drexel Burnham Lambert — 550 млн доларів.

Те, що наприкінці 1980-х здавалося винятковою ситуацією, незабаром перетворилося на розповсюджену практику. У 2000 році тільки лише в штаті Нью-Йорк банки виплатили співробітникам річні бонуси на загальну суму 19,5 млрд доларів. У 2001–2003 роках під час загальної рецесії бонуси знизилися, але вже в 2004 році зросли на 15 %, у 2005-му — на 20 %, у 2006-му — ще на 17 %. А у світовому масштабі бонуси у фінансовому секторі досягли сотень мільярдів доларів⁵⁶⁰.

⁵⁶⁰ У 2006 р. віцепрезидент банку зі стажем роботи чотири роки одержував за рік у середньому 100 тис. доларів зарплати й 450 тис. бонусів. Зі стажем сім років — 125 тис. зарплати й 1,3 млн бонусів. Управляючі директори — у середньому по 175 тис. доларів зарплати й по 2,5 млн бонусів. У 2016 р. аналітик одержував за рік у середньому 125 тис. доларів (89 тис. зарплати й 36 тис. бонусних виплат), віцепрезидент фінансової компанії — 294 тис. (171 і 123 тис. відповідно), виконавчий директор — 786 тис. (378 і 408 тис. доларів). Багато це або мало для Америки? Дохід родини на той час — у середньому 55 тис. доларів за рік. А щоб потрапити в 1 % багаті еліти потрібно було мати прибуток вище 400 тисяч доларів за рік. До кризи 2007–2009 рр.

Основна частина бонуса (80–90 %) видавалася на початку наступного року одним чеком, і це спричиняло найбільший ажіотаж — починалося придбання розкішних квартир, будинків, дорогих машин. А непевність щодо розміру бонуса (до останнього моменту він був невідомий, і його визначав безпосередній керівник) ще більше посилювала цей ажіотаж.

Проблемність такої практики була в тому, що про довготермінові перспективи компанії вже ніхто не думав. Бонус платили за підсумками року, і якщо для його одержання потрібно було купити якісь низькоякісні ризиковані фінансові інструменти, які потім знеціняться або виявляться нікому не потрібними, керівництво компаній і трейдери легко йшли на це.

Від ризику до шахрайства

На початку 2000-х схеми шахрайства, пов'язані з електронним трейдингом, стали витонченішими, ніж за часів Ніка Лісона. У 2002 році трейдер з Лондону Ентоні Уорд анонімно через Інтернет скупив на біржі LIFFE ф'ючерсні контракти на какао, навмисно створивши його дефіцит на ринку. Почалося зростання цін, і Ентоні поклав у кишеню 15 млн доларів. По суті, його важко в чомусь звинувачувати — у таких операціях не було нічого протизаконного.

У серпні 2004 року п'ятеро трейдерів банку Citigroup задумали ще авантюрішну операцію, названу ними «Доктор Зло» за іменем персонажа одного з популярних кінобойовиків тих років. Вони продали без покриття за декілька секунд британські державні облігації на суму 16 млрд доларів. Ніхто не знав, що продаж ведуть лише п'ять осіб, пов'язаних між собою, тому створювалося враження, що на ринках почалося загальне зниження. Це призвело до паніки на європейських біржах і обвалу цін на інші папери. За кілька хвилин п'ятеро трейдерів викупили свої облігації за нижчою ціною, повернули їхнім власникам і закрили коротку позицію. Чистий прибуток становив 20 млн доларів.

доходи фінансистів були набагато більше. В 2006 р. середній розмір бонусів перевищував 180 тис. доларів, в 2016–138 тис. доларів. Втім, такі гіганти, як Ллойд Бланкфейн, головний виконавчий директор компанії Goldman Sachs, в 2016 році одержав 22 млн доларів (зарплата 2 млн доларів за рік, бонус 4 млн готівкою, бонус акціями компанії — 16 млн).

Розпочався скандал і масштабне розслідування з метою зрозуміти, як п'ятеро трейдерів одного банку, нехай великого, змогли обвалити ринок державних облігацій в основних країнах Європи. Трейдерів одразу звільнили з Citigroup, а банк оштрафувало британське Управління фінансових послуг на 14 млн фунтів. Але проблема залишалася — ніщо не заважало повторенню подібних операцій.

Трейдери й банки

У ті роки багато банківських трейдерів починали власний бізнес і ставали творцями хедж-фондів. Особливо багато було трейдерів з Goldman Sachs, які почали залишати банк у 2005 році. Першим пішов таким шляхом Ерік Міндіч, який у 27 років став партнером Goldman. Незважаючи на те, що в банку він отримував 15 млн доларів на рік, Ерік із трьома іншими трейдерами вирішив піти й заснував свій хедж-фонд Egon Park з початковим капіталом 3 млрд доларів. Через рік дохід Міндіча становив 100 млн. За ним пішов начальник відділу арбітражних операцій Дінкар Сінгх, який створив хедж-фонд TPG Ахон із капіталом 3 млрд доларів. Потім пішов провідний валютний трейдер Джефф Грант і багато інших.

Goldman Sachs та інші великі банки правильно зрозуміли тенденцію. Оскільки на операціях із ризикованими деривативами можна було заробити величезні гроші, банки вирішили торгувати на власні капітали, подібно до того, як це робили хедж-фонди. Тепер банки були готові платити великі бонуси своїм найкращим трейдерам, тільки щоб утримати їх від переходу до хедж-фондів. Goldman заплатив своєму трейдеру Ранану Ейгусу 100 млн доларів за рік, виділивши йому 10 млрд доларів для проведення операцій на власний розсуд.

Гринвіч, столиця хедж-фондів

Гринвіч, невелике містечко з населенням 60 тисяч у штаті Коннектикут між Нью-Йорком і Стемфордом, сподобався розбагатілим трейдерам і управляючим хедж-фондами. У середині 2000-х років він став п'ятим глобальним фінансовим

центром після Нью-Йорка, Лондону, Чикаго й Гонконгу. У це десятиліття хедж-фонди швидко зростали по всьому світу — від 2500 фондів з активами 350 млрд доларів у 2000 році до 12 250 з активами 1,4 трлн доларів у 2005 році. Близько 10% цих активів управлялися із Гринвіча.

Колись на початку ХХ століття тут будували котеджі для заможної нью-йоркської еліти. А потім у 1994 році в Гринвічі оселився Пол Тюдор Джонс, один із найбільших інвесторів⁵⁶¹ і засновник компанії з управління хедж-фондами Tudor Investment Corporation. Він придбав великий старовинний будинок із видом на протоку Лонг-Айленд, щоб знести його й побудувати новий розкішний маєток.

А у 1998 році в Гринвічі оселився Стіві Коен, який купив за 14,8 млн доларів будинок 1920-х років із 30 кімнатами разом із ділянкою землі майже шість гектарів. Він витратив ще 10 мільйонів, щоб переробити там усе по своєму, і обгородив свою резиденцію, названу La Casa⁵⁶², стіною висотою три з половиною метри. Безпека сильно турбувала багатих мешканців Гринвіча, особливо Стіві Коена. Чого тільки не було в La Casa — сад зі ставком, гігантський фонтан, тенісний корт, поле для гольфа, картинна галерея та ще багато чого іншого. Побудовано все було з розмахом.

Стриптиз і кокаїн

Напружений стиль роботи трейдерів, та й взагалі у фінансовому бізнесі (особливо у великих інвестиційних банках) витримати було нелегко. Хоча ця робота непогано оплачувалася, вона забирала весь час і сили не тільки в банківських аналітиків (це був нижчий рівень в ієрархії), а й в associates — менеджерів, і у віцепрезидентів. У багатьох не залишалося можливості ані для створення родини, ані хоча б для тривалих стосунків. Єдиною розвагою залишалися швидкий доступний секс під кокаїном у стриптиз-клубах або можливість

⁵⁶¹ Його капітал у 2010 році оцінювали в 3,2 млрд доларів. Про популярність Джонса свідчить той факт, що у своєму фонді він брав 4% від вартості активів і 23% прибутків. Це, звісно, не Стіві Коен із його схемою «3 і 50», але теж чимало. Інвесторів це не відштовхнуло від Джонса — вони однаково несли до нього свої капітали.

⁵⁶² «Будинок» іспанською.

іноді напиться на нечистих корпоративних вечірках⁵⁶³. «Марк простягнув мені баночку з кокаїном. “Ось він, справжній квиток на Уолл-стріт. Крім повій, звісно”»⁵⁶⁴.

«Для трейдерів від Х'юстону до Чикаго й від Лондону до Нью-Йорка спілкування в стриптиз-клубах було частиною культури. Для них це було так само природно, як брати подвійний лате й чорничний пиріг у Starbucks. Це був побічний продукт професії, яка протягом століть залишалася суто чоловічою і в якій понад усе цінувалися мужність і сексуальна агресивність». Тому в другій половині ХХ століття до ідеї, що «стриптиз-клуб є продовженням конференц-залу фінансової компанії, ставилися поблажливо й найчастіше все це заохочували»⁵⁶⁵.

Вечірки зазвичай починалися в якомусь ресторані типу стейк-хауса Maloney & Porcelli, одному з місць зустрічей трейдерів, де на великих екранах цілодобово йшли фінансові новини CNBC, а закінчувалися в чоловічих клубах, таких як Penthouse Executive Club. Серед трейдерів Нью-Йорка в середині 2000-х років особливо популярним був ресторан «Дао», оформлений у китайському стилі. «Це був ринок людської плоті, одне з тих місць, де відбувається класична Уолл-стрітівська угода: краса за гроші. Бліді й трохи розжиріли хлопці у костюмах від Kiton за 4 тисячі доларів купують випивку для податливих жінок, відповідно вдягнених. Голосна музика дуже вдало заглушає мляву бесіду, і зосередитися тут на чомусь дуже складно». На другому поверсі ресторану знаходився бар, звідки було видно «гігантського золотого Будду, який посміхався, дивлячись на все те неподобство, яке відбувається біля його ніг»⁵⁶⁶.

«Управляючи портфелем вартістю, еквівалентною ВВП Еквадору, я майже перестав бувати вдома й зовсім забув про дітей» — згадував Пітер Лінч, який керував у 1980-х роках взаємним фондом Fidelity Magellan Fund. «Якщо людина почи-

⁵⁶³ Спосіб життя банківських менеджерів добре описаний (на власному досвіді авторів) у книзі Джона Рольфа й Пітера Трууба (Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-Стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012).

⁵⁶⁴ Белфорт Д. Волк с Уолл-Стрит / Д. Белфорт. — М.: АСТ, 2014. — <http://www.litres.ru>.

⁵⁶⁵ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 88.

⁵⁶⁶ Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия. Уолл-Стрит глазами очевидца / Р. Лейн. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 37.

нає плутати назви організацій з іменами членів своєї родини, пам'ятає дві тисячі кодів акцій, але забуває про день народження дітей, це вірна ознака, що вона надто занурилася в роботу... Усвідомивши, що вже пережив своїх батьків, починаєш розуміти, що й сам не вічний. А ще починаєш розуміти, що життя — це коротка мить, після якої настає небуття. Починаєш жалкувати, що... не накатався на лижах, не награвся в післяполудневий футбол»⁵⁶⁷.

І знову Лондон

Трейдери в Англії

У США трейдери займалися своїм бізнесом у багатьох великих містах, хоча біржі й банки були сконцентровані в Нью-Йорку, ф'ючерсні біржі в Чикаго, а хедж-фонди в Гринвічі. А в Англії більшість трейдерів проводили операції в центрі Лондону — Сіті. І це при тому, що чимало англійських банків переселилося в новий діловий район Canary Wharf у східній частині міста, а хедж-фонди — в елітний Mayfair.

Зосередженість англійських трейдерів в одному місці призвела до появи невеликого замкнутого співтовариства. За схильністю до розкоші та масштабами витрат грошей британські трейдери навіть перевершували американських. У Лондоні вважалося нормальним залишити на пару днів свій «Феррарі» на вулиці, а один із трейдерів кілька місяців взагалі не згадував про один зі своїх десь забутих дорогих спортивних автомобілів, поки йому не зателефонували з поліції. У замкнутому світі лондонських трейдерів були свої улюблені бари й клуби, зокрема приватне казино Fifty, де потрібно було платити чималі членські внески за право програти свої гроші.

У 2006 році британський фунт був удвічі дорожчим за долар, тому Штати стали суцільним дисконтним супермаркетом для британців. Вони зробили чималий внесок у розду-

⁵⁶⁷ Линч П. Переиграть Уолл-Стрит / П. Линч. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — С. 9–10.

вання спекулятивного пузиря на ринку нерухомості — близько 30% дорогого житла в Нью-Йорку в ті роки придбали іноземці, переважно англійці. А рейс Нью-Йорк — Лондон став одним із самих затребуваних. Щодня ним літали десятки трейдерів і банкірів. Зрозуміло, що літали вони першим класом, і вартість перельоту (у той час близько 8 тисяч доларів туди й назад) оплачували банки й трейдингові компанії⁵⁶⁸.

Російські мільярди

Піднесення Лондону на початку 2000-х років відбувалося за рахунок припливу іноземних капіталів. У цьому місті їх завжди вистачало, особливо арабських. Але коли сюди пішли мільярди та трильйони з Росії, Лондон став просто переповнений вільними капіталами⁵⁶⁹. У середині 1990-х присутність росіян у Лондоні, та й в Англії загалом іще була малопомітною. Зрідка російський акцент можна було почути в якомусь ресторані в лондонському Мейфері, але не більше. У ті роки «нові росіяни» якщо й приїжджали в Лондон, то у справах або щоб витратити гроші на покупки. Ніхто з них не збирався сюди переселятися, та й британську візу тоді було отримати набагато важче, ніж після послаблення візового режиму наприкінці 1990-х років.

Однак із початком 2000-х у Велику Британію стали масово прибувати російські емігранти — і мільйонери, і середній клас. Це було пов'язано зі зміною влади в Росії після Єльцина та закінченням ліберальної епохи вільного підприємництва. Багато хто зрозумів, до чого йде справа, і тому вони вирішили терміново емігрувати, щоб зберегти не тільки свої капітали, а й самих себе. У 2008 році росіян було в Лондоні близько

⁵⁶⁸ Незабаром кількість пасажирів першого класу настільки зросла, що три авіакомпанії почали спеціальні рейси з Нью-Йорка до Лондону, де всі місця були тільки для фінансової еліти. На рейсах компаній Maxjet і Silverjet літали «Боїнги-767», де замість звичайних 200 місць було 102 місця бізнес-класу, але ще далі пішла компанія Eos — у її літаках «Боїнг-757» замість 220 місць було 48 місць першого класу, більше схожих на комфортабельні квартири, у яких крісла розкладалися або у двометрові ліжка, або в робочі столи.

⁵⁶⁹ Подібне вже було колись на початку XIX століття, коли капітали з окупованого Наполеоном Амстердаму потекли в спокійніше й вигідніше місце — Лондон.

300 тисяч⁵⁷⁰, для них видавалися чотири газети російською мовою та журнал New Style, а кількість російських клубів швидко зростала. Основна частина цієї хвилі еміграції належала до середнього класу. Вони вирішили позбутися впливу криміналу й політичної невизначеності в Росії, оселившись у Лондоні. Деякі перевезли туди свої родини, а самі поки ще продовжували працювати в Москві, прилітаючи до Лондону в п'ятницю ввечері на вихідні.

Були серед цієї хвилі емігрантів і мільярдери, які вирішили виїхати з Росії з тих самих міркувань — через побоювання арешту й конфіскації майна. Мабуть, прикладом для них стала відома історія втечі Бориса Березовського. У ті роки багатьох російських олігархів заарештували в Іспанії, Італії, Франції та США. А Велика Британія відмовилася задовольняти будь-які вимоги російської влади щодо видачі емігрантів, і вони відчували себе в Лондоні під надійним захистом.

Дехто переселився до Ізраїлю, Швейцарії та Нью-Йорка, але більшість обрала Лондон, стимулюючи неймовірне зростання цін на елітну нерухомість і предмети розкоші. Російських олігархів приваблювали в цьому місті м'яка система оподаткування, ліберальні банківська система й закони, та й сам спокійний спосіб життя. Загалом з 2000 по 2008 рік до Англії перемістилися трильйони фунтів іноземного капіталу — переважно з Росії. Для фінансистів і банкірів з лондонського Сіті настав прекрасний час — вільних капіталів вистачало, головне було знати, як їх краще використовувати. Коли ця хвиля еміграції тільки починалася, британський уряд не дуже цікавився, де і як були зароблені гроші російських олігархів. Він не передбачав, що за російськими капіталами в Англію прийдуть складні кримінальні суперечки між власниками цих капіталів.

Суперник Нью-Йорка

Вплив Лондону в ті роки швидко зростав, і він знову став фінансовою столицею світу, значно привабливішою для капіталів, ніж Нью-Йорк. Після терористичного акту 11 вересня 2001 року та серії великих корпоративних скандалів у США

⁵⁷⁰ Холлінгсуорт М. Лондонград. Из России с наличными. История олигархов из первых рук / М. Холлінгсуорт, С. Лэнсли. — М.: Астрель, 2010. — С. 16.

почав діяти закон Сарбейнса-Окслі, який посилив вимоги до розкриття фінансової інформації, бухгалтерської звітності та допуску цінних паперів на Нью-Йоркську біржу. Ускладнилися також правила в'їзду до Штатів. Нью-Йорк став не таким зручним місцем для бізнесу, тому фінансові потоки пішли до Лондону, де ставили набагато менше питань про походження грошей.

Ну і, звичайно, приваблювали можливості «оптимізувати» сплату податків — у Лондоні фінансові технології приховування свого багатства досягли досконалості, і там легко було знайти досвідчених консультантів, які допомагали вирішувати будь-які проблеми. Недарма це місто вважали одним із найбільших офшорних центрів поряд зі Швейцарією та Каймановими островами. За британськими законами, якщо іноземці заявляли, що вони не проживають в Англії постійно (при цьому вони могли мати британський паспорт і фактично жити там багато років), то обкладали податками тільки їхні доходи в Об'єднаному Королівстві⁵⁷¹, а про доходи в інших країнах (часто основних і величезних за розмірами) ніхто взагалі не питав.

Піднесення Китаю

На шляху реформ

Коли замислюєшся над економічною історією Китаю, згадуються слова Фернана Броделя про «світ-економіку». Китай — це справді окремий світ, який існує вже тисячі років. Світ зі специфічною економікою, що розвивається за власними законами, не завжди нам зрозумілий. Щоб зберегти вірність багатовіковим традиціям, Китай тривалий час намагався ізолюватися від впливу Заходу, але це йому так і не вдалося. Потім настала епоха китайського комунізму з радикальними економічними експериментами Мао, і рівень життя сильно знизив-

⁵⁷¹ З 2008 року такі іноземці мали сплачувати податок 30 тисяч фунтів на рік, але зрозуміло, що для мільйонерів і мільярдерів ця сума несуттєва.

ся. У 1950 році ВВП на душу населення Китаю (448 доларів) був меншим, ніж у 1820 році (600 доларів)⁵⁷².

У перетворенні Китаю з ізольованої комуністичної країни з централізованим плануванням на відносно відкриту ринкову економіку вирішальну роль відіграв Ден Сяопін (1904–1997)⁵⁷³. Він був переконаним марксистом, але водночас і досить прагматичним лідером. Шлях до ринкової економіки почався в 1978 році, коли після сильної посухи влада була змушена послабити адміністративний контроль над сільським господарством. Селянам дозволили залишати собі частину врожаю для продажу, і це одразу збільшило виробництво сільгосппродукції. Після цього вдалого експерименту почалося подальше дерегулювання сільського господарства та посилення в ньому ринкових елементів. Успіхи у сільському господарстві підштовхнули керівництво Китаю до реформ у промисловості.

Перші послаблення контролю були невеликими, але вони дали помітне зростання продуктивності. Це стало вирішальним аргументом на користь реформаторів, які пропонували дозволити в Китаї елементи ринкової економіки. Звичайно, капіталізмом це ніхто не називав. Ден Сяопін казав про «соціалізм із китайським обличчям» або про «ринковий соціалізм». Він та інші розумні люди в китайському керівництві розуміли обмежені можливості планової економіки соціалізму; звісно, бачили вони успіхи ринкової економіки на Заході. І наприкінці 1980-х років почалося дерегулювання роздрібних цін, що стимулювало залучення іноземних інвестицій. У 1991 році дві третини роздрібних цін уже були ринковими. А зниження податків на імпорт підвищило прибутковість китайського експорту.

⁵⁷² За оцінками Меддісона, в 1820 році за рівнем ВВП (228 600 млн доларів за курсами 1990 року) Китай перевершував усю Західну Європу (159 851 млн доларів), хоча за ВВП на душу населення (600 доларів) удвічі відставав від Європи (у середньому 1202 долари), особливо від Англії (2122 долари) і Нідерландів (1838). У 2003 році ВВП Китаю (6 188 млрд доларів) був порівнянний із ВВП Західної Європи (7 857 млрд) і США (8 431 млрд), а от ВВП на душу населення Китаю (4803 долари) помітно поступався країнам Західної Європи (19 912 долари) (Меддісон Е. Контури мировой экономики в 1–2030 гг. Очерки по макроэкономической истории / Меддісон Э. — М.: Изд. Института Гайдара, 2012. — С. 184–185, 478).

⁵⁷³ Він фактично керував Китаєм після смерті Мао — з кінця 1970-х років до початку 1990-х, хоча формально не мав жодних вищих посад.

Здавалося, проблемою в розвитку ринкової економіки в Китаї стане вплив комуністичних традицій. Але китайці виявилися достатньо прагматичними, і комуністична риторика не стала перешкодою. «Не пригадаю, щоб на численних зустрічах із чиновниками від економіки й фінансів при мені згадували комунізм або Маркса... У Китай я потрапив уперше в 1994 році, на той час реформи йшли вже не перший день. Щораз, опиняючись у Китаї, я дивувався змінам, які відбулися з часу минулого візиту... На полях, що залишалися незмінними тисячоліття, нині піднімаються хмарочоси. Безлика уніформа, у якій ходили багато поколінь китайців, поступилася місцем буянню фарб. Зі збільшенням доходів населення з'явилася купівельна культура», а реклама, «якої ще недавно взагалі не було в Китаї, — одна із найшвидше зростаючих галузей»⁵⁷⁴.

У Китаї, де тоді переважали колективні господарства (характерні для соціалістичної планової економіки), почали з'являтися спершу невиразні права власності — зокрема на міську нерухомість. Адже без таких прав припинилися б іноземні інвестиції — не тільки в нерухомість, а й у цінні папери. Для інвесторів важливо мати впевненість в отриманні доходу, як і в тому, що вкладені капітали вдасться повернути⁵⁷⁵.

Таким чином під керівництвом своєї комуністичної партії китайці успішно провели лібералізацію економіки, і це (у поєднанні з централізованим державним управлінням) забезпечило умови для економічного зростання, яке сьогодні очевидне для всіх.

Коли постає питання, як пов'язані демократія та економічне зростання, одразу виникає нібито логічна відповідь — більш демократичні країни розвиваються швидше. Але приклад швидко зростаючих економік країн Азії (Південної Кореї, Тайваню, Сінгапуру, Китаю), де устрій суспільства далекий від демократії в європейському розумінні, показує, що відповідь не така однозначна. Виявляється, швидке економічне зростання можливе і без демократичних інститутів, якщо для бізнесу створені сприятливі умови.

⁵⁷⁴ Гринспен А. Епоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — 2-е изд. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 288–289.

⁵⁷⁵ Право власності на приватне майно було проголошено в березні 2007 року Всекитайськими зборами народних представників.

Азійські технократи змогли забезпечити навіть вищі темпи зростання, ніж в демократичних країнах Заходу⁵⁷⁶ — сьогодні із цим ніхто вже не сперечатиметься. Справді, якщо лібералізувати бізнес, зберігаючи авторитарний стиль управління країною, можна штучно стимулювати швидке зростання економіки, і приклад Китаю це доводить. Інше питання, наскільки довго зможе тривати це зростання без надійного фундаменту демократичних інститутів.

У Китаї почалося запозичення багатьох елементів західної культури, зокрема культури бізнесу. Особливо характерним стало (як колись у Японії) зростання кількості гольф-клубів, класичного атрибута західного стилю бізнесу. Скоро в Китаї стало більше, ніж в Америці, симфонічних оркестрів, що виконують західну класичну музику. Не знаю, як китайські комуністи будуть вирішувати цю проблему — адже в Радянському Союзі однією з основних причин його розпаду став вплив західного стилю життя з його ліберальними цінностями. Втім, у китайців свій менталітет, і щось вони придумують.

Західна культура бізнесу багато в чому проникала в Китай через Гонконг. Коли в 1997 році його повернули Китаю, той зобов'язався зберігати там капіталізм протягом 50 років. Важко було уявити собі, як в одній країні уживатимуться капіталізм і китайський «комунізм», і багато хто думав, що КНР поглине гонконгський капіталізм. На практиці у дусі гасла Ден Сяопіна «Одна країна — дві системи» величезний Китай не тільки не насаджував у маленькому Гонконгу комуністичну культуру, але й сам став переймати елементи капіталістичної економіки та способу життя Гонконгу.

Однак після початкового сплеску активності під час основних реформ Ден Сяопіна лібералізація економіки сповільнилася. Основною причиною цього була в неправильній валютній політиці та законах, які жорстко регулювали можливість переселення із сільської місцевості до міст. Від цих атрибутів централізованого планування потрібно було терміново відмовлятися. Особливо це стосувалося курсу національної валюти — юаня (женьмінбі), нереалістично завищеного на початку 1980-х років. Із цієї причини міжнародні торговельні операції не вели за офіційним курсом, а ціни в доларах китай-

⁵⁷⁶ З 2008 по 2012 р. у середньому 9% на рік, а в країнах ОЕСР — у середньому 0,9% (Койл Д. ВВП: Краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. — М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. — С. 116).

ським експортерам доводилося завищувати, щоб компенсувати збитки. Потрібна була девальвація юаня, але зробити це вдалося тільки в 1994 році. Курс національної валюти знизився з 2 юанів за долар до 8. Після того як валютний курс став вільним, почалося стрімке зростання китайського експорту, він збільшився з 18 млрд доларів у 1980 році до 970 млрд у 2006 році (у середньому на 17 % щороку).

З того часу не припинялися розмови про те, що Китай навмисно маніпулює курсом своєї валюти, щоб мати перевагу в глобальній торгівлі⁵⁷⁷. КНР нібито свідомо занижує курс своєї валюти, щоб зменшити ціни на китайські товари, які заповнили весь світ. Втім, наївно вважати, що якщо збільшити торговельні мита в Америці або Європі та підвищити ціни на китайські товари, щоб їх менше купували, зросте попит на товари західних виробників. Не зросте, тому що вони однаково будуть набагато дорожче. До того ж торговельні операції з Китаєм сприяють залученню китайських інвестицій в економіку західних країн, особливо США.

Щоб підтримувати занижений курс, центральному Народному банку Китаю доводиться у величезних кількостях купувати долари, та й китайські компанії обмінюють на юані долари, отримані від продажу своїх товарів в Америці. Банк Китаю нагромадив величезні доларові резерви, які в 2007 році досягли 1 трлн. На внутрішньому ринку ці резерви використовувати не було можливості, тому Китай давав їх у борг казначейству США, вкладаючи в американські державні облігації понад трильйон доларів, а також інвестуючи капітали в американські підприємства⁵⁷⁸.

⁵⁷⁷ Дискусія на цю тему тривала і після кризи 2007–2009 років. Як заявив Тімоті Гайтнер, міністр фінансів США при Обамі, президент підозрював китайську владу в навмисній маніпуляції курсом юаня для зниження цін на свої товари й торговельної експансії. За словами Гайтнера, президент зробить усе можливе, щоб «держави, подібні до Китаю, не змогли надалі безкарно підривати принципи справедливої торгівлі» (Hearing on Confirmation of Mr. Timothy F. Geithner to be Secretary of U. S. Department of Treasury. — Jan. 21, 2009. — <http://www.finance.senate.gov>).

⁵⁷⁸ Lindsey L. Yuan compromise? / L. Lindsey // Wall Street Journal. — 2006. — Арг. 6. Хілларі Клінтон (у той час державний секретар США) під час візиту до Китаю у лютому 2009 р. наполегливо рекомендувала китайській владі продовжувати купувати американські облігації. За її словами, якщо американська фінансова система зазнає збитків, це буде «не в інтересах Китаю», тому що «підйом або падіння наших країн відбудеться одночасно» (Bloomberg: Clinton Urges China to Keep Buying Treasuries. — <http://www.joeslat.blogspot.com>).

Втім, не будемо забувати, що у Китаї не було чотирьох принципово важливих елементів демократії: вільних засобів масової інформації, неурядових організацій, політичної опозиції та незалежної судової системи. Тому вирішення судових суперечок, зокрема економічних, найчастіше відбувалося на основі політичних симпатій та антипатій. Робота державних комерційних підприємств залишалася не дуже ефективною, фінансовий сектор недостатньо сильний, а загальний рівень бідності в країні дуже високий.

Аутсорсинг і постіндустріальна мрія

Мода на аутсорсинг, яка виникла на межі ХХІ століття, створила для Китаю унікальну можливість, і він нею повністю скористався. Перші форми промислового аутсорсингу з'явилися ще на початку ХХ століття. Англія стала переносити текстильні підприємства до Індії, а Бельгія й Франція — металургійні заводи на схід України, де почали розробляти багаті поклади залізної руди та вугілля. Близькість сировини, дешевої робочої сили та місцевих ринків збуту давали можливість займатися всіма цими брудними промисловими процесами десь далеко від своїх рідних країн, експортуючи чистий прибуток. Потім Перша світова війна й Велика депресія 1930-х років надовго перервали ці процеси.

Наприкінці 1990-х років, під час розквіту постіндустріальної економіки, коли сам факт її появи став очевидним для багатьох, у розвинених країнах Заходу зародилася «велика постіндустріальна мрія». Мрія про те, що добре було б позбутися всіх цих брудних фабрик і заводів, щоб займатися суто креативною діяльністю — створювати нові технології, нові бренди чи нові світи (і міфи) медіакультури. І управляти фінансовими потоками, отримуючи від цього прибуток. А виробництво з усіма його витратами, шумом і брудом нехай буде десь далеко — де завгодно, на іншому краю світу.

Це було б здійсненням мрій Даніела Белла й Теодора Роззакса — триумф постіндустріалізму в його чистому вигляді. Жити в тихих і зелених невеликих містечках, де розташовані філії високотехнологічних компаній (від Google і Apple до багатьох інших, менш відомих), банків і хедж-фондів. Сидіти цілими днями у відкритих літніх рестораниках зі своїми

ноутбуками, пити нескінченну кількість чашок кави лате⁵⁷⁹ і генерувати нові ідеї, які легко забезпечують мільйонні прибутки. А у вільний від роботи час будувати й перебудовувати свої розкішні будинки, витратити чималі гроші на дружин і подруг, що бажають проводити час у кращих готелях на Мальдівах і Сейшелах. А ще відвідувати заняття з йоги й лекції з китайської (!) філософії даосизму, щоб потім ліниво міркувати, чим «дао Тойоти» відрізняється від «дао Фейсбука». А перед цими ресторанами і кав'ярнями, де сидять за комп'ютерами творці «нової економіки», тінистими зеленими бульварами неспішно ідуть на білих «Лексусах» їхні дружини й подруги, прямуючи в оформлені за останнім словом китайського (!) феншуй спа-салони, щоб релаксувати там під китайську (!) музику.

Образ такого насиченого грішми, високими технологіями й креативними ідеями «кавового містечка» (latte town) кінця 1990-х барвисто описав Девід Брукс на прикладі Берлінгтону в штаті Вермонт⁵⁸⁰. Через пару років після першого видання книги Брукса (в 2000 році) я читав у якійсь американській газеті статтю про те, що Брукс сильно все прикрасив, і насправді Берлінгтон набагато простіший, і до того ж загруз у своїх локальних проблемах. Але, як там було насправді в якимсь далекому Берлінгтоні (та багатьох інших подібних містечках), для нас зараз уже не важливо. Важливо, що така «велика постіндустріальна мрія» справді надихала багатьох — зокрема трейдерів, які хотіли заробити мільйони, сидячи з комп'ютером під пальмами в Таїланді або на узбережжі Коста-Рики.

І саме на хвилі цієї мрії з'явився Китай, готовий зайнятися виробництвом будь-яких промислових товарів. І в будь-якій кількості. У 2001 році він вступив до Всесвітньої торговельної організації, після чого розпочався процес його інтеграції в глобальний ринок і у світові фінансові інститути. А коли західні компанії стали переносити різні промислові підприємства до Китаю, там почався небувалий підйом. У будь-якому разі для тих, хто одержував прибутки від промислового аутсорсингу.

⁵⁷⁹ Серед інтелектуалів у компаніях «нової економіки» кінця 1990-х пиво й вино стали немодними — вони затьмарюють ясність розуму, потрібну для виникнення нових ідей. А кава, як давно вже відомо, ясність розуму підвищує (якщо не мати справу з нелегальним кокаїном, який полюбили трейдери).

⁵⁸⁰ Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берётся новая элита / Д. Брукс. — М.: Литрес, 2014. — С. 112–118.

Підйом почався і для мешканців «кавових містечок» — вони рахували прибутки на зібраних у Китаї (!) ноутбуках і планшетах, продовжуючи релаксувати під китайську (!) музику.

Захоплення аутсорсингом було найбільшим у першій половині 2000-х років. Після кризи 2007–2009 рр., яка послабила Захід і посилила Китай, багато хто (разом із президентом США Бараком Обамою, не кажучи вже про Дональда Трампа) стали критикувати компанії, що переносили виробництво й робочі місця за кордон. Адже розвинені країни Заходу, насамперед Америка, позбавляли роботи своїх громадян (хоча насправді з 2000 по 2015 рік через аутсорсинг щороку залишалося без роботи лише 4 % від загальної кількості всіх скорочених з інших причин робочих місць). І втрачалася власна промисловість — говорили вони. Це справді було так.

Але вірно також інше. Одного разу Обама прямо запитав Джобса, тоді ще живого, як повернути виробництво айфонів у Штати. Джобс чесно сказав, що такої можливості в принципі немає. Просто немає такої кількості робітників. На китайському заводі, де збирають айфони, працює 230 тисяч осіб. У Штатах тільки в 50 містах є достатня кількість робочої сили, але люди вже зайняті іншою роботою, до якої підготовлені та звикли. Важко уявити, що вони кинуть свою роботу й підуть збирати айфони. До того ж у сервісному секторі економіки постійно з'являються нові робочі місця. Причому не тільки в ресторанах або готелях, а й у сфері високих технологій.

Аутсорсинг зробив дешевими багато товарів, зокрема комп'ютери разом зі смартфонами. Якби вони вироблялися не в Китаї, а Штатах (не кажучи вже про Європу), то були б набагато дорожчими. І для багатьох сьогоднішніх користувачів за ціною просто недоступні. Дорогі комп'ютери були б переважно у еліти, великих компаній та військових. Не було б тоді ані широкого поширення соціальних мереж, ані Viber, ані Youtube — адже все це засноване на недорогому масовому доступі до Інтернету. І світ був би тоді зовсім іншим.

Завдяки аутсорсингу китайці отримали найсучасніші технології та повністю модернізували свою промисловість — на відміну від деяких усім відомих нафтовидобувних країн, де не було створено нічого, а нафтодолари пішли на палаци й приватні гелікоптери для олігархів. І коли сьогодні дивишся на китайські міста, на всі ці нові хмарочоси Шанхая або Гуанчжоу, мимоволі порівнюючи їх із запленими від часу хмарочосами Нью-Йорка, починаєш розуміти, що майбут-

не належить Китаю, подобається нам це чи ні. Якби не одне «але» — китайські комуністи, у яких невідомо, які думки в голові. І велика кількість цілком сучасної ядерної зброї, яку китайців колись навчили робити по своїй так званій душевній широті росіяни. Залишається надія тільки на те, що вже давно, із часів Ден Сяопіна, китайські комуністи — комуністи тільки формально, а на практиці звичайні прагматичні капіталісти.

У чому ж секрет швидкого зростання Китаю? Можливо, «успіх Китаю багато в чому пояснюється тим, що він не запозичив нашу модель капіталізму, де панує загальне захоплення кредитами разом із відсутністю державного регулювання, і не підпав під вплив більшості країн, що розвиваються, які оформляли позики, необачно погоджуючись на умови Всесвітнього банку, і проводили програми структурної перебудови»⁵⁸¹. Не знаю, чи справді причина в цьому — я не жив у Китаї й не настільки добре знаю цю країну.

Симбіоз США й Китаю

Аутсорсинг і перенесення промислового виробництва в Китай призвели до виникнення глобального дисбалансу інвестицій і заощаджень. Рівень заощаджень у США та інших країнах з розвиненими фінансовими ринками низився й досяг мінімальних величин (після зростання споживання за рахунок легко доступних кредитів⁵⁸²). А у Китаї та інших державах Південно-Східної Азії на початку XXI століття заощадження швидко зростали, а можливості їх інвестувати були обмеженими.

Такий дисбаланс змушував шукати можливості вкладення капіталів в інших місцях. У ті роки «існував симбіотичний

⁵⁸¹ Перкінс Дж. Экономический убийца объясняет, почему рухнули финансовые рынки и как их возродить / Дж. Перкинс. — М.: Эксмо, 2010. — С. 173.

⁵⁸² У 1980-х роках рівень особистих заощаджень у США становив 9% доходів, у 2003 році — лише 2%. Модним стало не тільки витратити заощадження, але й жити у кредит невідповідно до своїх статків. З 1989 по 2001 рік вартість майна середньої американської родини зросла на 50%, переважно за рахунок кредитів. А борги американських домогосподарств до кінця 2003 року досягли 9,4 трлн доларів. Це було набагато більше, ніж борги уряду США — 5,6 трлн доларів (Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. — М.: ИРИСЭН, 2008. — С. 110–111).

зв'язок між США, готовими спожити більше, ніж вироблялося в самій країні, і Китаєм разом з іншими азійськими експортерами, готовими виробляти більше, ніж вони могли спожити. Сполучені Штати збільшували зовнішній борг, а Китай та інші країни нарощували валютні резерви. У США була низька норма заощаджень, в інших країнах — висока»⁵⁸³.

Одним із перших, хто заговорив про симбіоз США й Китаю, був Найл Фергюсон, британський автор книг із фінансової історії, який у своїй книзі «Сходження грошей» назвав один із розділів «Від імперії до Кімерики» (China + America = Chimerica). За його словами, у Китаї на початку 2000-х років нагромадилося стільки вільних капіталів, що вперше за багато століть фінансові потоки пішли не з Заходу на Схід, а зі Сходу на Захід. У 2007 році США довелося взяти у борг по всьому світу 800 млрд доларів, а в Китаї в цей час профіцит бюджету досяг 262 млрд доларів. Основну частину цього китайського профіциту «дали в борг Америці», і парадоксальним чином керована комуністами Китайська Народна Республіка «стала банкіром Сполучених Штатів Америки». Такий симбіоз США й Китаю — «головна причина різкого зростання банківського кредитування, обсягів випуску нових облігацій і деривативів починаючи з 2000 року. Це також і головна причина збільшення кількості хедж-фондів... і основа іпотечного буму, під час якого в 2006 році можна було одержати іпотеку на 100 % вартості житла, не маючи ані роботи, ані доходу, ані активів», — писав Фергюсон у 2008 році⁵⁸⁴.

На початку 1990-х років іноземним інвесторам (в основному китайським і японським) належало приблизно 20 % американських державних облігацій, які перебували в обігу на ринку, в 2005 році — 33 %, у 2010 році — 56 %. Крім того, ці інвестори володіли 20 % корпоративних облігацій і 10 % акцій⁵⁸⁵. Песимісти казали тоді, що це веде до ослаблення

⁵⁸³ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 116.

⁵⁸⁴ Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. — N. Y.: The Penguin Press, 2008; Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. — М.: Астрель, 2010. — С. 353–355.

⁵⁸⁵ У березні 2011 року китайські інвестори володіли приблизно 10 % державних облігацій, японські — 9 %, британські — 5 % (Weaver F. The United States and the Global Economy. From Bretton Woods to the Current Crisis / F. Weaver. — N. Y.: Rowman & Littlefield Publishers, 2011. — P. 98–99).

американської економіки, тому що велика кількість державних цінних паперів перебуває у власності іншої країни. Але на практиці це були великі іноземні інвестиції в економіку США. При цьому ринок американських державних облігацій розширювався, а ліквідність ринку зростала. Якби ці облігації розміщувалися тільки на обмеженому внутрішньому ринку, необхідно було б помітно підвищити їхню прибутковість, щоб привернути увагу американських інвесторів. А держава змушена була б витрачати більше грошей на виплату доходу за цими паперами. У тому ж разі, якби Китай захотів викинути на ринок величезну кількість американських державних облігацій⁵⁸⁶, їхня ціна впала б, і втрати Китаю тоді будуть набагато більшими, ніж для США.

Колись у 1980-х роках вже була схожа історія — дуже велику кількість американських державних облігацій купила Японія. Однак маніпулювати американською економікою вона однаково не могла — та й такої мети, мабуть, не було. До того ж Японію це не врятувало від кризи і тривалої стагнації, а підйому 1990-х років у США ніяк не перешкоджало.

Підйом на ринку нерухомості

Після першої хвилі економічного спаду в 2000–2001 рр., спричиненого кризою інтернет-компаній і подіями 11 вересня, виникла серйозна погроза рецесії в американській економіці. Голова ФРС Алан Грінспен давно вже непокоївся можливістю повторення японського сценарію. Спершу, у середині 1990-х, щоб уникнути стагнації, він поетапно знизив ставку з 6 % у червні 1995 року до 5,25 % у січні 1996 року, а в 1998 році — до 4,75 %, забезпечивши чергову «м'яку посадку». З початком спаду 2001 року Грінспен підняв ставку до 6,5 %. Японського сценарію вдалося уникнути, і здавалося, що попереду чекає не більше, ніж м'яке помірне гальмування. Але після терористичного акту 11 вересня почалася масова

⁵⁸⁶ У 2008 році — на 740 млрд доларів, у 2011 році — на 1,1 трлн доларів (Форбс С. Спасєт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. — М.: Альпина Паблишер, 2011. — С. 254).

паніка — усі очікували, що ринок повністю обвалиться і скоро взагалі може початися війна. Грінспену довелося швидко знизити ставку до 3,5 %, потім до 3 %, поки в червні 2003 року вона не досягла 1 % і залишалася такою до червня 2004 року. Це стало поштовхом для роздування спекулятивного пузиря на ринку нерухомості та спроб активізувати фінансовий ринок за допомогою сек'юритизації іпотечних активів.

У тому, що житлову нерухомість купували в кредит, нічого незвичайного не було — її так купували завжди, і не тільки американці. Однак раніше завжди переважала обережність — якщо доходи родини не дозволяли робити виплати за іпотечним кредитом, придбання нерухомості відкладали до кращих часів. Але в 2003 році про цю обережність забули. Ціни на будинки почали зростати, поширилися чутки про нібито вигідні доступні кредити, і багато хто зважився на ризик, приваблений дуже низьким (а іноді нульовим) першим внеском. Близькість бажаної мети — нового будинку — настільки зачарувувала, що не хотілося думати про те, як потім сплачувати щомісячні рахунки за кредитом⁵⁸⁷.

Вирішальне значення у всьому цьому мали фінансові інновації — сек'юритизація іпотечних активів. Ідея знаменитого трейдера середини 1980-х Льюїса Раньєрі переживала свій розквіт. Справді, якщо поєднати в пул багато іпотечних кредитів, зокрема ненадійних, їх можна «упакувати» в привабливу оболонку, випустивши принципово нові фінансові інструменти — іпотечні облігації (Collateralised mortgage obligation — СМО, і Collateralised debt obligation — CDO). Темпи зростання їхнього ринку були безпрецедентними — від 0,2 млрд у 1980 році, коли було сек'юритизовано тільки 10 % іпотечних кредитів, до 4 трлн у 2007 році (56 % усіх іпотечних кредитів). У передкризові роки сек'юритизація іпотечних

⁵⁸⁷ Нова пенсійна система (пенсійний план 401к) сильно допомогла розширенню кількості інвесторів у нерухомість, створивши найбільш забезпечене покоління пенсіонерів в історії. Середньорічний дохід пенсіонера зріс із 16 100 доларів у 1983 році до 33 300 доларів у 2004 році, розмір активів — з 76 300 до 190 100, частка акцій в активах — з 26 % до 51,5 %. До цих цифр можна додати, що в 2003 році середній дохід працюючих американців становив 27 000 доларів, а в скандинавських країнах — лише 14 300 доларів, і навіть у заможній Норвегії — 16 800. Тому інвестиційні можливості американців були суттєво більшими. Не дивно, що середня ціна житлового будинку зросла з 1982 по 2007 рік від 69 000 до 247 000 доларів (Там само, с. 112, 116, 121).

активів була основною фінансовою інновацією, яка роздувала спекулятивний пузир, подібно до того, як перед кризою 1929 року такою інновацією став масовий продаж товарів і цінних паперів у кредит. Однак нові методи та інструменти були такими складними, що оцінити пов'язані з ними ризики не могли навіть регуляторні органи. Їм доводилося користуватися методами оцінки ризику, розробленими тими організаціями, які самі створювали ці інструменти.

Можливо, справа була в тому, що бум на ринку нерухомості став головним стимулом для економіки. Після зниження ставок за іпотечними кредитами⁵⁸⁸ ціни на нерухомість стали підвищуватися в середньому на 7,5 % за рік (у 2000–2002 рр.), і це було вдвічі більше, ніж наприкінці 1990-х. До 2006 року власний будинок мали 69 % родин (у 1940 р. — 44 %). Усі сліпо вірили, що ціни на нерухомість будуть тільки збільшуватися. І справді, капітал, вкладений у 1987 році на американському ринку нерухомості, в 2007 році зріс би за 20 років майже втричі, на англійському ринку — учетверо. Щоправда, мало хто замислювався про те, що той самий капітал, вкладений в американський індекс S&P 500 або в індекс лондонської біржі FTSE, зріс би більш ніж у сім разів⁵⁸⁹. Але своя логіка в поведінці масових інвесторів була — придбання житлового будинку завжди більш зрозуміле (навіть якщо він купується для перепродажу), ніж інвестиції у фондові індекси, в яких могли розібратися тільки фахівці.

Із самого початку зростання цін на нерухомість у Сан-Дієго (22 % за рік) або Нью-Йорку (19 %) спекуляції з нерухомістю використовувалися для швидкого збагачення. А до 2005 року 28 % будинків купили інвестори з метою перепродажу. У Маямі чи Лас-Вегасі такі інвестори (їх називали «фліперами») купували в кредит по п'ять-шість споруджуваних кондомініумів, щоб вигідно перепродати їх ще до завершення будівництва. З 2000 по 2005 рік сукупна ринкова вартість нерухомості зросла в розвинених країнах з 40 до 70 трлн доларів (із них 8 трлн — у США). Збільшення цін на житлову

⁵⁸⁸ На початку 2003 р. ставка за 30-річними кредитами стала менше 6 % (після 1960-х років вона ніколи не була такою низькою), а за кредитами зі змінною ставкою — ще менше. Щоправда, у кредитах зі змінною ставкою через два роки вона починала швидко зростати.

⁵⁸⁹ За двадцять років фондові індекси зросли приблизно вп'ятеро, випереджаючи підвищення цін на нерухомість.

нерухомість створювало нову хвилю «ефекту багатства», подібно до того, як у 1990-х роках її створювало зростання цін на акції. Це вело до того, що домовласники витрачали більше грошей на товари й послуги — від побутової техніки чи автомобілів до розваг і подорожей.

Таким чином бум на ринку нерухомості справді врятував економіку від рецесії. Але в 2005 році цей бум почав спадати — ті, хто хотів купити нерухомість, через підвищення цін уже не могли цього зробити, тому що обслуговування іпотечних кредитів поглинало основну частину їхнього щомісячного доходу. Обсяги продажів і на первинному, і на вторинному ринках нерухомості почали знижуватися. Подібний стан справ був не тільки в США, а й в інших країнах світу — в будь-якому разі там, де були динамічні ринки нерухомості. В Англії та Австралії попит на нерухомість став падати з 2004 р. через ті самі причини, що й в Америці — ціни були надто завищеними і для тих, хто купував житло собі, і для спекулянтів.

Однак багато хто вважав у ті роки, що потрібно за всяку ціну підтримувати цей бум, тому що він — порятунок від рецесії. І тоді з'явилися зовсім ризиковані іпотечні кредити⁵⁹⁰, які давали родинам з поганою кредитною історією. Банки щосили намагалися залучити нових позичальників на будь-яких умовах, пропонуючи їм ці іпотечні кредити NINJA (No Income, No Job, No Assets). Для їхнього отримання не потрібно було документів про доходи та про наявність роботи чи майна. Зрозуміло, що ймовірність погашення таких кредитів дуже невелика. Але банки й фінансові компанії були готові на все, аби тільки клієнт купив будинок. Про те, що буде далі, і як він буде віддавати борг, ніхто не хотів замислюватися.

Та й самі кредити мали приховану пастку. Це були вже зовсім не ті старі добрі тридцятирічні іпотечні кредити з фіксованим відсотком, до яких усі звикли. Відсоток став змінним, і він залежав від ставки банківського кредитування. У більшості випадків для приваблення клієнтів перші два роки ставка була зниженою (наприклад, 9,75 %), а потім до неї додавалася

⁵⁹⁰ Їх називали *subprime* — «другосортними» і низькоякісними на відміну від «першокласних» (*prime*) кредитів. З тих, хто брав такі кредити, білих американців було в середньому 15 %, інші — афроамериканці та вихідці з Латинської Америки (Jaffe S. *Capital of Capital. Money, Banking + Power in New York City, 1784–2012* / S. Jaffe, J. Lautin. — N. Y.: Columbia University Press, 2014. — P. 261–264).

ставка міжбанківського кредитування (найчастіше Лондонська ставка LIBOR, у ті роки — понад 5 %), і позичальника чекало значне зростання платежів. До речі, багато ненадійних позичальників усвідомили це лише через два роки, коли зрозуміли, що не можуть сплачувати збільшені відсотки, не кажучи вже про погашення основної суми боргу.

Однак кредиторів усі ці проблеми не хвилювали — їм потрібно було якнайшвидше вмовити клієнта взяти іпотечний кредит, щоб отримати прибуток у вигляді комісійних, а потім продати оптом іпотечні кредити банкам. Усе це робилося тільки для того, щоб переупакувати ці кредити в пули та випустити під них іпотечні папери — CDO. Більшість із них мали підвищений ризик і вважалися «токсичними», тобто здатними з високою ймовірністю призвести до дефолту.

Однак рейтингові агентства навмисно давали CDO високий рейтинг, і облігації купували інвестори у всьому світі, від Німеччини до Австралії та Норвегії, де декілька муніципалітетів вклали 120 млн доларів в американські іпотечні папери, не дуже розуміючи їхню суть. Інвестори в інших країнах жодним чином не були пов'язані з початковими позичальниками, які брали іпотечні кредити і нічого не знали про те, що багато кредитів були ризикованими й ненадійними. Але всі посередники, які брали участь у таких угодах, були задоволені — вони одержували чималі комісійні.

Навесні 2007 року ажіотаж на ринку житлової нерухомості досяг максимуму — залишалось лише кілька місяців до початку обвалу. Бум посилювало зняття обмежень на продаж кредитно-дефолтних свопів. Найдосвідченіші (та найхитріші) інвестори побачили в цьому унікальну можливість почати велику гру на зниження ринку й добре збагатитися на цьому.

Багато власників нерухомості зрозуміли, що житлова нерухомість подібна до курки, що несе золоті яйця, — під її заставу можна брати нові кредити (чи то для рефінансування своїх колишніх іпотечних кредитів, чи для чогось іншого — це кожний вирішував для себе сам)⁵⁹¹. Ці кредити стали одним

⁵⁹¹ Показовим є зростання кредитів під заставу нерухомості з 200 млрд на рік у середині 1990-х років до 439 млрд у 2003 р., 633 млрд у 2004 р. і 719 млрд у 2005-му. До 2007 року сума заборгованості домогосподарств за кредитами зросла до 250 % ВВП, а загальна сума заборгованості разом із корпоративним і фінансовим секторами — до 370 % ВВП (Молдин Д. Разв'язка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. — С. 30, 34).

з основних рушійних чинників економічного підйому в передкризові роки, але водночас виявилися міною сповільненої дії, на якій була збудована величезна піраміда боргів — адже в основі цих кредитів була перезаставлена нерухомість, первинний кредит за якою ніхто не збирався (та у більшості випадків і не міг) погашати.

Тим часом для багатьох позичальників пільгові два роки за іпотечними кредитами закінчувалися, і відсоток протермінованих платежів за ними почав швидко зростати. До березня 2007 року близько 30% позичальників за ризикованими (subprime) кредитам почали відставати від графіка виплати відсотків на два місяці чи навіть більше. А за умовами кредиту це означало, що їх можуть позбавити права на житло. Однак у першій половині 2007 року загальний настрій на ринках усе ще був оптимістичним, а збільшення кількості дефолтів за ризикованими іпотечними кредитами і випущеними на їхній основі цінним паперам поки ще не стривожило інвесторів.

Фінансове лобі

Спекулятивний пузир на ринку житлової нерухомості — а точніше, не тільки на ринку самої нерухомості, але й на ринку похідних іпотечних паперів — почав надуватися незабаром після краху доткомів. Усім хотілося продовжити підйом 1990-х, і ніхто не міг змиритися з думкою, що може початися спад. У 2005 і 2006 роках пузир почав виходити з-під контролю, але й тоді всі закривали на це очі — «може, якось обійдеться».

Тим часом збільшувалася кількість таких іпотечних кредитів, які були непосильні для тих, хто їх брав. Але якщо банки наполегливо пропонували ці кредити, не вимагаючи вже жодних довідок про доходи, то чому б їх не брати. Потім стала збільшуватися кількість дефолтів за кредитами, хоча основна паніка була ще попереду. Адже важливим виявилось інше — кредити були сек'юритизовані та перетворені на цінні папери, що почали жити на ринках власним життям, заражаючи більшим ризиком усю світову фінансову систему.

Однак сек'юритизація ризикованих і сумнівних за своєю надійністю кредитів стала тільки однією з причин наближення бурі на фінансових ринках. Не менш важливою причиною була кредитно-грошова політика уряду, який ставив позитивну мету придбання житлової нерухомості — неважливо, якою ціною. Крім того, небезпечний пузир роздувало неймовірно збільшене за передкризове десятиліття фінансове лобі. Заради короткотермінового прибутку банки й фінансові компанії були готові на будь-який ризик, аби тільки не втратити багатомільйонні бонуси.

Фінансове лобі тісно зв'язало уряд із фінансовим світом. Усі були впевнені, що оскільки є «кредитор останньої інстанції» — центральний банк (у Штатах його роль фактично виконувала ФРС), він не залишить у скрутному становищі інші банки та великі фінансові компанії. Адже врятували в 1998 році фонд LTCM — тому врятують і нас. І справді, навіть під час кризи 2007–2009 років уряд дозволив стати банкрутом тільки Lehman Brothers, а всім іншим великим банкам він допоміг вижити.

Віра в допомогу «кредитора останньої інстанції» призводила до того, що банки й фінансові компанії не вважали за потрібне тримати в резерві значну кількість ліквідних активів на випадок паніки серед вкладників. Та й самі вони не дуже переймалися спробами контролювати роботу фінансових організацій, знаючи, що центральні банки прийдуть на допомогу. А тому вкладникам можна особливо не хвилюватися.

Як переманювали найталановитіших

Фінансове лобі почало розростатися задовго до передкризових 2000-х років. Можна вже не згадувати історію «грошового тресту» Джона Пірпонта Моргана — це було надто давно, і багато з того часу змінилося. Досить лише подивитися на події останніх десятиліть. Сфера фінансових послуг притягувала до себе найталановитіших людей. У 1970 р. там працювало 22 % випускників Гарварда, у 1990 р. — 38 %. У 2007 р. 58 % випускників-чоловіків влаштувалися на роботу у фінансових установах, понад 20 % — в інвестиційних банках⁵⁹².

⁵⁹² Hemel D. 07 Men Make More / D. Hemel // Harvard Crimson. — 2007. — June 6; Gudrais E. Flocking to Finance / E. Gudrais // Harvard Magazine. — 2008. — May-June. — P. 17–18.

Подібне можна було бачити в інших престижних університетах, зокрема в Єльському. І справа не тільки в добрій оплаті роботи у фінансовій сфері, а й в політиці держави. У середині 1980-х найкращі випускники пов'язували своє майбутнє з технічними науками та сферою правових послуг. А з 1990-х вони хотіли потрапити в сферу фінансів, а це означало, що вони тепер захищатимуть інтереси цієї сфери.

В адміністрації кількох останніх американських президентів працювало набагато більше людей з фінансового світу, ніж раніше. Чотири останні міністри фінансів були фінансистами, так чи інакше пов'язаними з Goldman Sachs, хоча з-поміж шести попередніх міністрів тільки один раніше працював у фінансовій сфері. З одного боку, усе логічно — якщо фінанси приваблюють найталановитіших фахівців, то чому ж не запросити цих людей для роботи в уряді. А з іншого — будучи вихідцями зі світу фінансів, вони люблять його інтереси. А ті не завжди збігаються з інтересами країни. Зрештою в суспільстві лише посилюється недовіра до держави.

«Акт про банкрутство» 2005 року

«Акт про банкрутство»⁵⁹³ підписав президент Джордж Буш-молодший 20 квітня 2005 року після дискусій у конгресі, що тривали майже десять років. Таке тривале обговорення закону з нічим не примітною назвою (в Америці ухвалювалося чимало законів, спрямованих проти зловживань) відбувалося не просто так. Новий закон змінив правила контролю процедури банкрутства, зокрема банкрутства фізичних осіб.

За американським правом боржників завжди підтримували — вони не мали страждати під час банкрутства. Згідно із Законом про банкрутство 1898 року, якщо чесний підприємець зазнав невдачі у своєму бізнесі, його майно потрібно було пропорційно розподілити серед кредиторів, а самому боржникові дати можливість почати все спочатку. Списувалися всі борги, які не покривалися майном, що залишилося (воно могло бути зовсім невеликим). Процедура банкрутства була дуже простою, і нічого ганебного для американців у цьому не було. Тому відсоток тих, хто оголосив себе банкрута-

⁵⁹³ «Акт про запобігання зловживань під час банкрутства й захисту прав споживачів» (Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act of 2005).

ми, завжди був високий навіть у роки економічного підйому. У спокійному 2003 році в США банкрутств було вдсятеро більше, ніж у Великій Британії. Це пояснювалося тим, що боржники зазвичай використовували спрощену процедуру банкрутства, щоб звільнитися від боргів.

Конструктивною метою нового закону 2005 року було вдосконалення процедури банкрутства, щоб зберегти толерантне ставлення до підприємців, які справді не можуть повернути борги, але водночас не давати можливості використовувати банкрутство в корисливих цілях тим, хто міг би повернути борги, але свідомо не хоче цього робити. Здавалося, найпростішим рішенням було б про тюремне ув'язнення для боржників-банкрутів, і тоді навряд чи хтось захотів би оголошувати себе банкрутом із корисливою метою. Але тоді готовність підприємців до ризику сильно зменшувалася б, що могло негативно позначитися на динаміці економічного зростання.

Логіка авторів закону зрозуміла, але на практиці через вісім місяців після прийняття закону, до кінця 2005 року, зростання цін на нерухомість припинилося, а потім ціни почали падати. Усі були стурбовані тим, як стимулювати іпотечний ринок. До того ж погіршилося становище домовласників. До прийняття нового закону ті з них, хто не міг погасити кредити, оголошували себе банкрутами. Це давало їм шанс хоча б зберегти власне житло.

А за новим законом такої можливості у боржників уже не було — нерухомість потрібно було в будь-якому разі виставляти на аукціон, і боржник втрачав 27 % вартості. До кінця 2005 року кількість боржників, не здатних погасити іпотечний кредит, зросла до 500 тисяч. При середній вартості виставлених на аукціон будинків 290 тисяч доларів загальні збитки від втрати цих 27 % сягали 39 млрд доларів⁵⁹⁴.

Однак був у новому законі важливіший момент, наслідки якого не всі одразу зрозуміли. Посилювалися права власників деривативів у разі банкрутства емітента. А це означало, що в операціях з деривативами (зокрема іпотечними) тепер можна було дозволити собі набагато більший ризик. Раніше влас-

⁵⁹⁴ Li W. Did Bankruptcy Reform Cause Mortgage Default to Rise? / W. Li, M. White, N. Zhu. — NBER Working Paper 15968, 2010; Campbell J. Forced Sales and House Prices / J. Campbell, S. Giglio, P. Pathak // American Economic Review. — 2011. — Vol. 101. — № 5. — P. 2108–2131.

ники деривативів одержували виплати з активів, що залишилися в банку, якщо він збанкрутував. За новим законом вони могли укласти контракт із іншим фінансовим посередником (скажімо, іншим банком), який обслуговуватиме деривативи.

На практиці це відбувалося так. На момент банкрутства банку Lehman Brothers у вересні 2008 року вартість деривативів, випущених банком, становила 35 трильйонів доларів. Під час укладання нових контрактів за тими самими деривативам з іншим банком транзакційні витрати досягали в середньому 0,15 % від вартості активів. Наче не дуже багато, але в такому разі нові контракти обійшлися б у 52,5 млрд доларів. А це означає, що для всіх інших кредиторів виплати за боргами зменшувалися на 52,5 млрд доларів на користь власників деривативів. Почасти саме через цю причину в Lehman Brothers виплати за борговими зобов'язаннями були такими малими — лише 8,6 цента за долар⁵⁹⁵. Найбільше вражає, що багато з тих, хто професійно працював у цій сфері, навіть не підозрювали про такі особливості нового законодавства.

«Доктрина Рубіна»

Практичним результатом лобіювання інтересів фінансового бізнесу стали державні субсидії та короткотермінові кредити. Яскравий приклад цього був під час кризи 2007–2009 рр., коли міністр фінансів Генрі Полсон наполегливо вимагав від держави кредит на 700 млрд доларів для порятунку фінансового ринку, а по суті — банку Goldman Sachs, у якому він раніше працював.

Практика надання державних субсидій і короткотермінових кредитів почалася набагато раніше. Здавалося б, усе правильно — щоб урятувати від банкрутства велику компанію, яка має вплив на весь ринок (або допомогти іншій країні на межі дефолту), держава видає їй кредит, і в короткотерміновій перспективі стан справ у компанії (або країні) одразу поліпшується. У довготерміновій перспективі подібні позики шкідливі — вони не зменшують проблеми, які спричинили труднощі, а тільки консервують їх на тривалий час. Одержу-

⁵⁹⁵ Summe K. Lessons Learned From the Lehman Bankruptcy / K. Summe // Scott K. [ed.] Ending Government Bailouts as We Know Them. — Stanford: Hoover Press, 2013. — P. 59–108.

вач кредиту розслаблюється, у нього виникає неправильне почуття, що нічого страшного не відбулося. Йому допомогли цього разу, допоможуть і наступного. Тому можна нічого не змінювати.

Основним прихильником державних субсидій і кредитів був Роберт Рубін, у минулому співголова правління Goldman Sachs, потім радник президента Клінтона з економічних питань і міністр фінансів у 1995–1999 рр. Під час кризи в Мексиці в 1994 р. Рубін був головним ініціатором організації фінансової допомоги, і американський уряд надав Мексиці позику в розмірі 50 млрд доларів. Мексиканці були задоволені — дефолту вдалося уникнути. Але й американські банки також були задоволені — вони швидко одержали назад свої гроші з відсотками, а Міністерство фінансів отримало на відсотках з позики 500 млн доларів.

У 1990-х роках «доктрину Рубіна» застосовували у всіх фінансових кризах — у 1997 році Південна Корея одержала 55 млрд доларів, Таїланд — 21 млрд, Індонезія — 23 млрд, а в 1998 р. Бразилія — 41 млрд доларів. У всіх цих випадках великий прибуток мали американські банки. Коли МВФ оголосив про початок дії програми допомоги Бразилії, капіталізація банків, які взяли участь у програмі, зросла на 7,7 % (17,8 млрд доларів)⁵⁹⁶. В інших банків, що не брали участь у програмі допомоги, капіталізація в ті дні не змінилася. Повернення кредитів гарантувалося державою, а комісійний прибуток був дуже помітний.

Такою була на практиці «доктрина Рубіна». Коли в 1999 році він пішов з посади міністра фінансів (передавши справи Ларрі Саммерсу), Рубіну не даремно пропонували місця в радах директорів найбільших банків. Він обрав банк Citigroup, який сильно піднявся, поки Рубін був міністром фінансів. Там він став головою виконавчого комітету ради директорів і за вісім років роботи в банку отримав 126 млн доларів. Роботою Рубін був не дуже завантажений — його єдиним завданням стало лобіювання інтересів банку за допомогою зв'язків в уряді. Мабуть, у банку не тільки не жалкували про сто двадцять мільйонів, а й були щасливі, що до них залетів настільки поважний птах.

⁵⁹⁶ Kho B. U. S. Bank, Crises and Bailouts: From Mexico to LCTM / B. Kho, D. Lee, R. Stulz // American Economic Review. — 2000. — Vol. 90, № 2. — P. 28–31.

У 2001 році під час скандалу навколо Enron у банку Citigroup (основному кредиторі Enron) захвилювалися — назрівали великі збитки. Тоді Рубін звернувся до заступника міністра фінансів Пітера Фішера з проханням вплинути на рейтингові агентства, щоб ті поки не знижували рейтинг Enron⁵⁹⁷. Тим часом Рубін використав свої старі зв'язки в уряді, щоб домогтися термінового кредиту для Enron і запобігти банкрутству⁵⁹⁸.

Надалі Рубін заохочував інвестиції Citigroup у ризиковані іпотечні папери. Через це в 2008 році банк із портфелем сумнівних активів на 306 млрд доларів опинився на межі краху, і його врятували тільки два кредити з боку держави — 25 млрд доларів за програмою викупу проблемних активів, і потім додаткова позика на 20 млрд. Казали, що Рубін, який на той час уже не працював у банку, був проти цих кредитів⁵⁹⁹. Однак загальне лобіювання інтересів фінансового сектору тривало.

Секрети Fannie Mae

Механізми роботи фінансового лобі добре можна бачити на прикладі Fannie Mae (Federal National Mortgage Association). Це найбільше іпотечне агентство створили в 1934 році з ініціативи президента Рузвельта як державну організацію для допомоги в отриманні іпотечних кредитів. У 1968 році агентство перетворили на публічну компанію, щоб його великі борги не змішувалися з боргами Міністерства фінансів. Однак повністю публічною компанією воно так і не стало — уряд зберіг за собою право призначати трьох членів ради директорів, тому це була компанія з державною участю.

Такий статус надав агентству помітні переваги — воно звільнялося від сплати корпоративного податку на прибуток, а цінні папери, що випускалися ним, не потрібно було реєструвати в Комісії з цінних паперів і бірж. А те, що агентство Fannie Mae було наполовину акціонерною компанією, звільняло його від дотримання твердих правил прозорості,

⁵⁹⁷ Lewis M. Rubin Red-Faced over Enron? / M. Lewis // Forbes. — 2002. — Feb. 11.

⁵⁹⁸ The Politics of Enron: Four Committees in Search of a Scandal // The Economist. — 2002. — Jan. 17.

⁵⁹⁹ No Line Responsibilities // Wall Street Journal. — 2008. — Dec. 5.

обов'язкових для державних установ. Але найбільшою перевагою Fannie Mae стала можливість брати вигідні кредити під надану державну гарантію⁶⁰⁰. Тому інвестори справедливо вважали, що Fannie Mae і Freddie Mac підтримуються урядом США. Ці агентства стали впливовішими за будь-якого конкурента серед приватних іпотечних компаній, визначаючи весь характер ринку житлової нерухомості.

Фінансування Fannie Mae і Freddie Mac відбувалося за допомогою продажу інвесторам облігацій та акцій — схема загалом звичайна. Але своїми непомірно великими розмірами та впливом агентства були зобов'язані глибоким зв'язкам з державою. Особливо вони розрослися в час президента Клінтона, який «перетворив ці дві нібито недержавні приватні компанії, що фінансують іпотеку, на частково націоналізовану монополію, яка забезпечувала ринок готівкою, надаючи кредити виборцям Демократичної партії та забезпечувала привілеями, робочими місцями й коштами своїх політичних союзників»⁶⁰¹.

У середині 2000-х років багато хто став замислюватися про ту небезпеку, яку становили Fannie Mae і Freddie Mac для економіки. «Зловживання щедрими федеральними привілеями в Fannie Mae і Freddie Mac досягло таких масштабів, що вони вже контролюють близько половини ринку іпотечного житлового кредитування... їхнє домінуюче положення створює надзвичайний ризик для фінансового ринку США і може стати причиною нестабільності»⁶⁰².

Однак керівництво агентств спекулювало тим, що організації працюють задля досягнення благородної мети — забезпечити кожного власним будинком. Важко щось заперечити проти такої мети, тому ніхто в уряді навіть не намагався шукати недоліки в роботі агентств чи критикувати їх. У 1990-х роках Fannie Mae і Freddie Mac витратили 200 млн доларів на те, щоб посилити політичний вплив. Родичів високопосадов-

⁶⁰⁰ Крім того, держава надавала агентству великі субсидії — 6,1 млрд доларів у 2000 році й 13,6 млрд у 2003-му. Близько 70% цих субсидій повернулися державі у формі знижених ставок на іпотечні кредити, решта пішла акціонерам і керівництву агентства.

⁶⁰¹ Jones T. How a Clinton-Era Rule Rewrite Made Subprime Crisis Inevitable / T. Jones // *Investor's Business Daily*. — 2008. — Sept. 24.

⁶⁰² Utt R. Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac / R. Utt // *Heritage Foundation*. — 2005. — June 20.

ців, та й самих чиновників після виходу на пенсію охоче брали у відділення іпотечних агентств на необтяжливу й добре оплачувану (близько мільйона доларів на рік) роботу. Коли в 1990-х роках у великих містах з'явилися представництва Fannie Mae, туди на роботу брали тільки потрібних людей. Знайома картина, чи не так?

Генеральний директор Fannie Mae Джеймс Джонсон у 1990–1998 роках одержав за вісім років понад 100 млн доларів особистого прибутку, а Франклін Рейнс, який прийшов на цю посаду після нього, за п'ять років з 1999 по 2004 рік заробив більше 90 млн доларів. Не дивно, що потрапити до настільки вигідної годівниці прагнули багато державних чиновників та їхні численні родичі⁶⁰³. Але головне, що Fannie Mae і Freddie Mac були звільнені від необхідності подавати повну фінансову звітність, що відкривало перед ними найширші перспективи для зловживань і створення практично ніким не контрольованих іпотечних імперій. Оскільки агентства не були зобов'язані розкривати внутрішню інформацію, незалежний аналіз їхньої діяльності не проводився. А якщо якісь дослідження були, то вони зазвичай фінансувалися Fannie Mae⁶⁰⁴, тож про об'єктивну оцінку діяльності не йдеться.

У 2002 році агентство замовило оптимістичну статтю про свою діяльність, авторами якої були нобелівський лауреат Джозеф Стігліц, віцепрезидент Citigroup Пітер Орцаг і його брат, економічний консультант Джон Орцаг. У статті стверджувалося, що ймовірність такого потрясіння, за якого резерви агентства виявляться недостатніми, дуже мала й рівна одному шансу з 500 000. Тому невеликий розмір власного капіталу Fannie Mae не є проблемою. Подальші події під час кризи показали, що це не так.

Для оздоровлення фінансових ринків у 2003 році були дещо обмежені інвестиційні портфелі Fannie Mae і Freddie Mac. Конгрес надав право цим корпораціям підтримувати ринок іпотечних кредитів — на практиці це означало, що вони одержували від держави позики на дуже вигідних умовах.

⁶⁰³ Проблеми проявилися під час кризи 2007–2009 рр., коли для порятунку Fannie Mae від банкрутства державі довелося витратити більше 180 млрд доларів.

⁶⁰⁴ На гроші агентства навіть видавалися два наукові журнали, присвячених житловому будівництву, — Housing Policy Debate і Journal of Housing Research.

До того ж усі були впевнені, що у разі виникнення будь-яких труднощів у цих агентств, держава їм завжди допоможе. Завдяки такій підтримці Fannie Mae і Freddie Mac швидко зростали і одержували величезні прибутки, але незабаром їхня діяльність почала деформувати весь іпотечний ринок через створену в Конгресі цілу систему лобіювання їхніх інтересів.

У 2005 і особливо в 2006 роках небезпечний пузир на ринку іпотечних кредитів став помітним, і багато хто про нього попереджав⁶⁰⁵, але в солідних економічних журналах писали про що завгодно, але тільки не про це. А в 2005 році навіть з'явилася стаття, що привернула до себе увагу читачів, яка переконувала, що ніякого пузиря насправді немає, а ймовірність його виникнення дуже мала⁶⁰⁶. А ще вражає, що на засіданнях ради управляючих ФРС (а хто, як не вони, мали розуміти реальний стан справ) питання про пузир на ринку нерухомості навіть не розглядалося.

Fannie Mae, займаючись сек'юритизацією іпотечних кредитів, знала про структуру цих кредитів більше, ніж хтось інший на ринку. І не просто знала, а використовувала цю конфіденційну інформацію під час проведення своїх операцій — продавала іпотечні пули з високим ризиком (і малою ймовірністю погашення) і купувала пули з низьким ризиком. До 2008 року Fannie Mae і Freddie Mac, які одержали помітну перевагу перед іншими учасниками ринку, скупили в банків і брокерів іпотечні кредити на загальну суму 1,6 трлн доларів, щоб випустити під їхнє забезпечення іпотечні папери, а потім продати інвесторам.

«Доктрина Грінспена»

Головним у фінансовому лобі був, звісно ж, голова ФРС Алан Грінспен. Недаремно тоді казали, що саме на ньому лежить значна частка відповідальності за події 2007–2009 років. Незабаром після того, як він опинився на цій посаді, почалася криза 1987 року. Щоб призупинити поширення паніки, Грін-

⁶⁰⁵ Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. — М.: Альпина Паблишер, 2013. — С. 47.

⁶⁰⁶ Himmelberg C. Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions / C. Himmelberg, C. Mayer, T. Sinai // Journal of Economic Perspectives. — 2005. — Vol. 19. — P. 67–92.

спен наповнив ринок ліквідними активами — іншими словами, діяв відповідно до того самого підходу, який пізніше одержав назву «доктрини Рубіна». Це спрацювало, біржова паніка була нетривалою й не мала особливого впливу на економіку, а Грінспен одразу став героєм. Однак він чомусь не розумів, що вливання фінансів у ринок, яке було в цьому разі ефективним, не завжди буде працювати так само. Надалі Грінспен прославився тим, що постійно стимулював зростання ринку, знижуючи ставки. Однак при цьому він не зробив нічого, щоб запобігти роздуванню пузиря на ринку нерухомості перед подіями 2007–2007 рр. Хоча міг би зробити.

Згідно з «доктриною Грінспена» боротьба з наростанням спекулятивних пузирів взагалі не входила в обов'язки ФРС (хоча саме вона виконувала роль центрального банку). Тому немає сенсу гальмувати спекулятивні буми, щоб не сповільнювати всю економіку. У 1996 році, коли на ринку високотехнологічних компаній визрів очевидний пузир, Грінспен символічно збільшив процентну ставку на 0,25 %. Він багато говорив про вдалу «м'яку посадку» і про те, що таким чином вдалося уникнути не тільки перегріву ринку, але й гальмування економіки. А критики звинувачували Грінспена в тому, що хоча він і попереджав про «ірраціональний достаток», але не зробив практично нічого, щоб перешкодити подальшому зростанню спекулятивного пузиря до 2000 року, коли пузир доткомів нарешті лопнув.

Після подій 11 вересня Грінспен почав знижувати процентну ставку, він продовжував це робити навіть тоді, коли вже почалося очевидне зростання економіки. Щоправда, з 2004 року Грінспен став підвищувати ставку, але лише на 0,25 % раз на півтора місяця. Це призвело до того, що низьку процентну ставку утримували надто довго, створивши сприятливі умови для формування нового пузиря на ринку іпотечних паперів. «Протягом тривалого часу накачуючи в економіку величезну кількість грошей, Грінспен боровся з наслідками вибуху одного пузиря, сприяючи при цьому роздуванню нового»⁶⁰⁷. «Така політика була неминучим наслідком суперечливого розуміння ним місії Центрального банку: безпорадно спостерігати за роздуванням чергового пузиря, а потім роз-

⁶⁰⁷ До думок Рубіні, так само як інших провісників кризи, я ставлюся з великою обережністю. Якщо поставити мету передбачити майбутню кризу, ти обов'язково виявишся правий — раніше чи пізніше криза справді відбудеться.

пачливо вживати заходи для подолання наслідків його вибуху». Зрештою до кінця останнього терміну перебування Грінспена на посаді голови ФРС «учасники ринку були сповнені віри в те, що ФРС обов'язково прийде на допомогу» трейдерам навіть після того, як «спекулятивний пузир вибухне»⁶⁰⁸.

Ще в 1994 році видали закон про захист домовласників від ризикованих кредитів, і Грінспен цілком міг би використувати його, щоб обмежити роздування пузиря незабезпечених кредитів. Багато хто просив його про це, однак він чомусь не став цього робити (очевидно, не вважаючи за потрібне втручатися в події на ринку), невиразно пояснюючи свою відмову тим, що ризиковані іпотечні кредити нібито важко контролювати. Напевно, Грінспен взагалі вважав ризиковані й незабезпечені іпотечні кредити корисною та невід'ємною частиною вільного ринку. На його думку, такі кредити були важливою фінансовою інновацією — адже саме вони давали змогу придбати житло багатьом.

Можливо, такий відомий прихильник дерегуляції ринків, як Грінспен (який зробив у цьому напрямку чимало корисного), справді вірив, що пузир на ринку іпотечних кредитів — це результат дерегуляції. Хоча я не думаю, що такий хитрий лис, як Грінспен, не розумів, що відбувається. Ймовірно, він не втручався в роздування пузиря через вплив фінансового лобі — надто багато було зацікавлених осіб (особливо у великих банках, таких як Goldman Sachs) у побудові гігантської піраміди з іпотечних паперів, щоб за будь-яку ціну отримати короткотерміновий прибуток, не замислюючись про довготермінові наслідки.

Одним із найпослідовніших прихильників «доктрини Грінспена» виявився Бен Бернанке, наприкінці 1990-х ще не дуже відомий економіст із Принстонського університету. В одній зі своїх статей він стверджував, що ФРС не потрібно втручатися під час виникнення буму на ринку цінних паперів, тому що пузир нібито важко виявити, а втручання ФРС призведе до зниження цін на активи і загальмує всю економіку⁶⁰⁹.

⁶⁰⁸ Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. — М.: Эксмо, 2011. — С. 87.

⁶⁰⁹ Bernanke B. Monetary Policy and Asset Price Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // New Challenges for Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999. — P. 78.

Стаття одразу стала популярною у фінансових колах — у ній давалося обґрунтування «доктрини Грінспена», який намагався підтримувати ціни на іпотечні активи навіть під час падіння попиту на них.

Якщо говорити про дерегуляцію ринків, то найважливішим кроком було скасування закону Гласса — Стіголла 1933 року (який розділяв інвестиційні та комерційні банки). З кінця 1980-х ФРС дозволила комерційним банкам займатися операціями із цінними паперами. Здавалося б, що в цьому поганого для ринку цінних паперів? Але якщо згадати події 1930-х років, коли видали цей закон, можна зрозуміти, у чому проблема. Банки охоче беруть участь у великомасштабних операціях із цінними паперами, як і було перед кризою 2007–2009 рр. Тому підвищується загальний ризик.

У 1997 році комерційний банк Bankers Trust придбав компанію, яка займалася цінними паперами, і незабаром такі угоди стали звичними. Найбільше уваги привернуло злиття компаній Citicorp і Travelers, після чого в одній організації поєднали банківські та страхові послуги, а також андеррайтинг цінних паперів. Це суперечило чинним на той момент законам, але фінансове лобі виявилось сильнішим. Наприкінці 1999 року Конгрес ухвалив закон про модернізацію фінансових послуг, і це сприяло подальшим злиттям інвестиційних і комерційних банків зі страховими компаніями та іншими небанківськими організаціями.

Головним прихильником остаточного скасування закону Гласса — Стіголла був сенатор Філ Грем. А в 2000 році він проштовхував свій законопроект про модернізацію товарних ф'ючерсів. Насправді цей не дуже відомий закон стосувався не тільки товарних ф'ючерсів — він радикально послабляв державне регулювання більшості деривативів, зокрема кредитно-дефолтних свопів. Ці свопи надавали можливість застрахувати дефолт за цінними паперами — і за звичайними корпоративними облігаціями, і за синтетичними іпотечними паперами, забезпеченими активами (CDO). До 2008 року кредитно-дефолтних свопів (про які раніше взагалі не всі знали) випустили на 60 трильйонів (!) доларів. Тому саме вони стали основною загрозою для всієї світової фінансової системи під час глобальної фінансової кризи.

У 2004 році п'ять найбільших інвестиційних банків залучили всі сили фінансового лобі, щоб переконати Комісію

з цінних паперів і бірж зняти обмеження на обсяг кредитів, які могли брати підрозділи банків, що займаються брокерськими послугами на ринках цінних паперів. У такий найбагатший час, коли можливість отримати прибуток була максимальною, додаткові мільярди доларів дуже згодилися б для банків. Комісія дала свій дозвіл, що сильно збільшило ризик під час кредитних операцій. Інвестиційні банки одразу скористалися такою можливістю і стали збільшувати свої кредитні важелі — 20 до 1 і навіть 25 до 1, хоча в комерційних банках (які більше регулювалися державою) кредитне плече не мало перевищувати 12,5 до 1.

Закон про місцеві реінвестиції, виданий ще в 1977 році, теж сприяв роздуванню іпотечного пузиря. Цей закон, що забороняв дискримінацію з боку банків щодо осіб з низькими доходами, був ухвалений тоді із найкращих міркувань. А те, що в середині 2000-х років він буде використаний для обґрунтування практики видачі ризикованих іпотечних кредитів, у 1977 році було важко передбачити. На перший погляд, саме цей закон призвів до непомірного роздування діяльності іпотечних агентств Fannie Mae і Freddie Mac. Однак насправді ринок ризикованих іпотечних паперів розширився до настільки грандіозних масштабів головним чином завдяки діяльності приватних іпотечних компаній, які легко роздавали незабезпечені кредити будь-кому. Втім, агенції Fannie Mae і Freddie Mac також були причетні до цього — ухвалені в 1990-х роках закони зобов'язували їх отримувати від позичальників з доходами нижче середнього рівня не менше певної кількості іпотечних заставних (у 1997 р. — 42% усіх придбаних ними заставних).

А те, що уряд тривалий час пропагував свою підтримку у разі придбання житлової нерухомості в кредит, безумовно відіграло свою роль у роздуванні іпотечного пузиря. Підтримка проявлялася як у зниженому оподатковуванні сум, спрямованих на придбання будинків у кредит, так і в державних субсидіях для Fannie Mae і Freddie Mac. Усе це створювало сприятливі умови для зростання спекулятивного пузиря на ринку нерухомості.

Крім того, вирішальне значення мала нездатність уряду вчасно реагувати на фінансові інновації, зокрема щодо ринку синтетичних деривативів (таких як кредитно-дефолтні свопи), або на появу й розростання цілої системи «тінювих бан-

ків» типу Pacific Investment Management Company (PIMCO). Ці приватні фінансові компанії за своїми функціями нагадували банки, приймаючи депозити, видаючи кредити та інвестуючи отримані капітали. Але вони не підлягали регуляції, передбаченої для банків, що одразу переводило всю їхню діяльність у сферу підвищеного ризику.

Глобальний дисбаланс заощаджень та інвестицій

Коли ФРС з ініціативи Грінспена з 2004 по 2006 рік підняла процентну ставку з 1 % до 5,25 %, усі очікували, що відповідно почнуть зростати й іпотечні відсотки, але цього не сталося. Грінспен назвав це «загадкою ринку облігацій», але пояснення було у взаємозв'язках глобальної економіки. Реальні процентні ставки, під які можна було отримати кредит в Америці, визначалися дисбалансом заощаджень та інвестицій на світовому фінансовому ринку. Надлишок заощаджень виник у Китаї, а також Японії та Німеччині.

Спершу ці капітали вкладалися в американські державні облігації. Але оскільки процентні ставки за американськими державними паперами були надто низькими, іноземні інвестори почали вкладати капітали в облігації Fannie Mae і Freddie Mac, а згодом — в іпотечні папери, гарантовані цими агентствами. А деякі інвестори й фінансові компанії (особливо з Німеччини) пішли ще далі — стали вкладати капітали в ризиковані CDO. Загалом до цих інвесторів перейшло 40–50 % цінних паперів, випущених у передкризові роки в США, і вони допомагали розростанню спекулятивного пузиря.

Яку реальну роль відіграли іноземні інвестори в роздуванні спекулятивного пузиря на американському ринку іпотечних паперів? Адже легко виникає спокуса звалити всю провину на глобальний надлишок заощаджень, на дисбаланс заощаджень та інвестицій, ну і на китайців — основне джерело заощаджень. До того ж Китай — країна не дуже відкрита, а її політичні цілі не завжди зрозумілі. Так можна легко виникнути думка, що Китай навмисно накачував своїми грішми

американську економіку з метою спричинити кризу на ринку іпотечних паперів і таким чином послабити Америку. А потім самому вийти у світові лідери. Втім, навряд чи така логіка правдоподібна (хоча тоді про це іноді писали ЗМІ). А головне, що вона веде убік від розуміння реальних проблем, що накопичилися в передкризові роки у світовій економіці загалом і, зокрема, у Штатах. Адже пояснити причини кризи лише геополітичною грою Китаю простіше за все.

Однак, глобальний дисбаланс заощаджень та інвестицій справді існував, а надлишкові заощадження інвестувалися саме на американському ринку цінних паперів. Це давало змогу американцям продовжувати жити в борг — причому, чим далі, тим більше. Спрацьовувала віра в те, що країна з найбільшою у світі економікою — це надійний боржник. І можна спокійно вкладати свої капітали в американські цінні папери, не звертаючи уваги на зростання боргів США. А коли учасники американського ринку побачили цей потік іноземних капіталів, то думали, що так буде завжди. Хоча, мабуть, вони про це взагалі не думали, а зосередилися на можливості отримати швидкий прибуток, покладаючись на позикові кошти і збільшення кредитного важеля⁶¹⁰.

Зростання обсягів кредитів призводило до створення величезних боргових пірамід. Інвестор, який використовував кредитний важіль 4:1, брав 10 млн доларів свого капіталу та 30 млн кредиту, потім вкладав отримані 40 млн у хедж-фонд. А фонд, який вирішив працювати з таким самим кредитним важелем, брав додаткову позику в банку — 120 млн доларів, додавав 40 млн, отримані від інвестора, і вкладав все це в інший фонд — найчастіше у ризиковані CDO. Сума зростала до

⁶¹⁰ Кредитні важелі стали збільшуватися набагато раніше. З 1960 по 1974 рік в американських банках вони зросли майже на 50%, а з 1980-х років — ще більше. Показове зростання з 1981 по 2008 рік сукупних боргів приватного сектору американської економіки (фінансових установ, приватних компаній і домогосподарств) з 123% ВВП до 290% ВВП. Борги корпорацій збільшилися не так сильно — з 53% до 73% ВВП. А от борги домогосподарств збільшилися з 48% до 100%. Найбільше зросло відношення суми боргових зобов'язань домогосподарств до їхніх доходів — з 65% до 135% головним чином за рахунок збільшення кредитних важелів на іпотечному ринку. Адже всі хотіли купувати дорогі будинки, вкладаючи якомога менше власних капіталів завдяки хитрим схемам кредитів та іншим фінансовим інноваціям. Але найбільше борги зросли у фінансовому секторі — з 22% ВВП до 117% (Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. — М.: Эксмо, 2011. — С. 98–99).

160 млн, хоча початковий капітал інвестора становив лише 10 млн. Далі цей процес можна було продовжувати нескінченно — або майже нескінченно, залежно від обставин на ринку. Поки ринкова вартість цінних паперів (у цьому разі іпотечних CDO) зростала або хоча б залишалася без змін, у такій схемі особливих проблем не було. Усі так робили й роблять на фінансовому ринку. Але якщо ціна паперів починає знижуватися, як у 2008 році, вся схема одразу руйнується. Інвестори намагаються позбутися падаючих у ціні CDO, їхня вартість від цього ще більше опускається, і починається загальна паніка.

Невже занепад Америки?

За даними опитування Інституту Геллапа, у 2000 році 65 % американців вірили, що їхня країна — лідер світової економіки. У 2008 році так думали тільки 33 %, а для 40 % лідером був Китай. Однак за даними 2015 року частка США у світовому ВВП становить 24,3 %, а КНР набагато менше — 14,8 %, хоча кількість населення в Штатах учетверо менше⁶¹¹.

На конкуренцію для американської економіки з боку Китаю сьогодні вже важко закривати очі. Щоправда, оптимісти (чи консерватори) кажуть, що подібні загрози для економіки США виникали кожні 10–20 років. У 1960-х роках багато хто вважав, що загрозою є швидко зростаюча економіка Німеччини, у 1980-х — Японії. Але минув час, кажуть вони, Німеччина та Японія Америку не обігнали, не обженуть її Китай з Індією. Однак така логіка заснована тільки на історії другої половини ХХ століття. А з огляду на довготермінові тренди усі могутні держави, імперії та цивілізації знали періоди розквіту, за яким неминуче наступав занепад. А лідерами ставали інші народи. Так було завжди, і немає підстав думати, що зараз має бути якось інакше. Колись на зміну Венеції прийшов Амстердам, потім лідерами стали Лондон і Нью-Йорк. Навряд чи зміна світових фінансових столиць на цьому закінчиться.

Кажучи про зростаючий занепад США, часто як приклад наводять зміни, що відбувалися на Нью-Йоркській біржі NYSE

⁶¹¹ The \$74 Trillion Global Economy in One Chart. — <http://www.visualcapitalist.com>

в останні десятиліття. До кінця 1990-х вона була одним із найважливіших центрів тяжіння на світовому ринку цінних паперів. У 1990-х роках за десятиліття кількість компаній, зареєстрованих на цій біржі, зросла вчетверо, і це при тому, що на лондонській та інших європейських біржах їхня кількість скорочувалася. Але картина змінилася в 2000-х роках. На початку десятиліття понад 80% капіталу, залученого за рахунок IPO на світових ринках, надійшло зі США, а наприкінці цього десятиліття — лише 10%. Цифри дуже показові⁶¹². На початку 2000-х років на NYSE зареєстрованих нових компаній було у 3,5 раза більше, ніж виключених з учасників. А до кінця десятиліття на одну зареєстровану компанію припадало 14 виключених — учасники почали масово залишати Нью-Йоркську біржу.

Основна причина — надмірне регулювання американського ринку цінних паперів (та й фінансового ринку загалом), а також підвищення активності інших світових бірж. Оскільки операції з цінними паперами будуть проводитися там, де це дешевше й вигідніше, то не дивно, що до кінця 1990-х років кількість таких операцій на біржах інших країн перевищила їхню кількість у США (хоча на початку 1980-х років більше половини таких операцій проводилося на американських біржах)⁶¹³.

А що казали оптимісти? З приводу занепаду США вони заявляли, що головна конкурентна перевага американців — сильний дух підприємництва й традиції демократичного капіталізму. Органи політичної влади захищають економічні та політичні свободи, а органи судової влади забезпечують виконання контрактів і захист прав власності. Саме тому американська економіка «залишається на плаву навіть тоді, коли вона мала б упасти»⁶¹⁴.

Своя логіка в цьому є — за всю історію США економіка переживала безліч спадів, зокрема таких масштабних, як у 1929 або у 2007–2009 роках. І справді, жодна з цих криз не змогла обвалити американську економіку.

⁶¹² Pagano M. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad / M. Pagano, A. Roell, J. Zechner // *Journal of Finance*. — 2002. — Vol. 57, № 6. — P. 2651–2694.

⁶¹³ Halling M. Where Is the Market? Evidence from Crosslisting in the US / V. Halling, M. Pagano, O. Randl, J. Zechner. — University of Vienna working paper, 2006. — 29 p.

⁶¹⁴ Samuelson R. US Shouldn't Fear Rise of China, India / R. Samuelson. — 2005. — YaleGlobal Online. — <http://yaleglobal.yale.edu>

Частина 5.

КІНЕЦЬ ВЕЛИКОЇ ЕПОХИ

(криза 2007–2009 років)

Чорний лебідь

Привід (хоча й не причина) для всіх епохальних подій, зокрема руйнівних світових фінансових криз, — збіг несприятливих обставин. Кожна з них окремо не призвела б до таких масштабних наслідків, але коли вони перетинаються всі разом у просторі й часі, відбувається щось таке, що вибиває нас зі звичної колії. Це події, які Нассім Талеб назвав «чорним лебедем». Можна любити або не любити Талеба і те, що він пише, але символ «чорного лебедя», який з'являється несподівано і змінює хід історії, у нього дуже вдалий. Таким «чорним лебедем» стала криза 2007–2009 років, вплив якої на світову економіку відчувався тривалий час.

Де тільки не шукали причини цієї кризи — і в ризикованих іпотечних кредитах, і в недооцінених фінансових ризиках, і в надлишку вільних капіталів, і в глобальному дисбалансі інвестицій та заощаджень, і в збої банківської системи. Насправді причиною став саме збіг усіх цих обставин. Головною серед них була велика кількість ризикованих іпотечних кредитів, виданих через помилкову впевненість у тому, що ціни на нерухомість тільки зростатимуть.

На такій ненадійній основі відбувалося неймовірне за обсягом нагромадження іпотечних облігацій (створених за допомогою сек'юритизації іпотечних кредитів). До цього додавався ще більший пузир із кредитно-дефолтних свопів, випущених для страхування іпотечних облігацій від зниження їхньої ціни. Коли ціни на нерухомість досягли межі та стали

знижуватися (що було закономірно — адже вони не могли зростати нескінченно), уся ця хитка конструкція почала розвалюватися, спричинивши події бурхливих 2007–2009 років і крах усієї «алхімії фінансів».

Чимала частка відповідальності за кризу — на Алані Грінспені, голові ФРС до 2006 року. Саме при ньому процентні ставки зберігалися надто тривалий час на дуже низькому рівні, що означало надмірну доступність кредитів. Так надувся ризикований спекулятивний пузир іпотечних позик, вартість якого досягала 14 трлн доларів. Коли Майкл Льюїс написав свою першу книгу (завдяки якій став популярним) — «Покер брехунів», — він «не міг допустити, що у світі фінансів 1980-ті роки затягнуться ще на два десятиліття й що кількісна прірва між Уолл-стріт і реальною економікою зрештою переросте в якісну. Що трейдер може заробляти 47 млн доларів на рік і почуватися обділеним». І що ринок іпотечних облігацій, який здавався в 1980-х роках дуже перспективною ідеєю, призведе до «однієї з найграндіозніших фінансових катастроф в історії»⁶¹⁵. Попереджень про кризу, що наближалася, було тоді достатньо, але всі ті, хто наживався на перегрітій економіці, від таких прогнозів просто відмахувалися, обвинувачуючи критиків у вічному песимізмі.

Перед бурею

Коріння глобальної фінансової кризи 2007–2009 років можна шукати в пазирі доткомів, який лопнув у 2000 році⁶¹⁶. ФРС

⁶¹⁵ Льюїс М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюїс. — М.: Альпіна Паблишер, 2011. — С. 8–9.

⁶¹⁶ А може, причини кризи потрібно шукати ще раніше, в 1977 році, коли видали закон про місцеві реінвестиції. Він вимагав від банків видавати кредити не тільки заможним позичальникам, а й малозабезпеченим. «Усе почалося в перші гарячі й безрозсудні роки президентства Клінтона, наповнені прагненням змінити світ і допомогти бідним». У 1993 році Клінтон призначив нікому не відомому Роберту Ахтенберг (дочку власника невеликого продуктового магазину в Лос-Анджелесі, який емігрував з Росії) помічником міністра житлового будівництва й міського розвитку, «незважаючи на сильні протести, очолені сенатором Джессі Холмсом». Президент Клінтон «прекрасно розумів, що нові домовласники із чорношкірих і іспаномовних виборців

тоді за декілька місяців знизила ставки з 6,5 до 3,5 %, а після подій 11 вересня — взагалі до 1 %. Виникли всі умови для буму, а вимоги до одержання іпотечних кредитів далі знижувалися, щоб будь-яким способом пожвавити ринок. За масштабом і тривалістю бум на ринку житлової нерухомості не мав собі рівних. У США ціни на нерухомість зросли з 1997 по 2007 рік на 124 % (індекс S&P 500 за той самий час знизився на 8 %), і 50 % приросту економіки в 2005 році були пов'язані саме з роздуванням цін на житлову нерухомість. В Англії в ті самі роки ціни на нерухомість зросли на 97 % (хоча британський індекс FTSE знизився на 10 %). Іпотечний бум розпочався також у Франції, Іспанії, Австралії, Індії та інших країнах. Але саме американський і британський спекулятивні пузири вирізнялися своїми масштабами та швидкістю зростання⁶¹⁷.

У США сек'юритизація іпотечних активів набула такого масштабу завдяки потужній державній підтримці у вигляді субсидій найбільшим іпотечним агентствам Fannie Mae і Freddie Mac. Але в більшості інших країн сек'юритизація ніколи не мала особливої популярності. Там іпотечний бум проявлявся у швидкому підвищенні цін на ринку нерухомості та загальному ажіотажі. А створення синтетичних іпотечних

стануть вірною опорою для нього особисто й для всієї Демократичної партії», хоча він не міг «не чути застережень людей, навічених досвідом» (Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 19–20). Не знаю, що насправді поєднувало Клінтона й Роберту Ахтенберг, але зовні виглядало так, що вони розділяли загальне прагнення допомогти небагатим родинам купити власний будинок. У наступні два роки перебування на посаді Роберта Ахтенберг із неймовірною енергією почала давити на банки, щоб змусити їх видавати іпотечні кредити людям, які не мали коштів ані на перший внесок, ані на погашення кредиту. Вона добилася свого, банкам доводилося платити мільйонні штрафи за дискримінацію, і з 1993 по 1999 рік кредити на придбання будинків одержало близько 2 млн незабезпечених клієнтів. По суті, для банків практика видачі таких кредитів була безпрецедентною, але поки ринок нерухомості зростав, особливих проблем це не створювало, а дефолти за іпотечними заставними були рідкісним явищем.

⁶¹⁷ До кінця 2007 року британці перетворилися на «спекулянтів нерухомістю, обтяжених боргами», їхні іпотечні кредити досягли 137 % доходів, а загальна заборгованість — 177 % доходів. При цьому відношення обсягу будівництва до обсягу перепродажів будинків зменшилося від 50 % у 1999–2000 роках до 20 % у 2007–2008 роках. У більшості випадків відбувалося не вкладання капіталів у спорудження нових будинків, а перепродаж уже існуючих (Wolf M. US House Solution is not a Good One to Follow / M. Wolf // Financial Times. — 2008. — Sept. 9).

деривативів уважалося заплутаними американськими фокусами, з якими ніхто не хотів зв'язуватися. Однак інвестори (особливо в Німеччині) охоче та у величезних кількостях купували американські іпотечні папери CDO, часто погано розуміючи саму їхню суть.

З початком буму темпи будівництва житлової нерухомості швидко зростали, а ціни на неї з 2000 по 2005 рік збільшилися на 50 %. А коли темпи підвищення цін на житло перевищили відсоток за іпотечними кредитами, це стало приводом для початку масових спекуляцій з нерухомістю. Багато людей почали купувати більше будинків і квартир, ніж їм було реально потрібно для життя. У 2005 році близько 40 % усіх будинків придбали саме з метою вигідних інвестицій і отримання прибутку⁶¹⁸. Цього року близько половини ВВП США було пов'язане з іпотечним ринком — як безпосередньо (будівництво й придбання будинків), так і побічно, через складні схеми рефінансування іпотечних заставних⁶¹⁹.

З 2001 по 2005 рік характер ринку іпотечного кредитування суттєво змінився — частка ризикованих (subprime) кредитів ненадійним позичальникам стала швидко збільшуватися⁶²⁰, а 80 % усіх іпотечних заставних були сек'юритизовані та перетворені на цінні папери. Спершу здавалося, що з ризикованими іпотечними кредитами жодних проблем не буде. Адже ніхто (або майже ніхто) не вірив, що ціни на нерухомість можуть почати знижуватися. До того ж ризиковані іпотечні кредити були й раніше, хоча ніколи не мали такого масового характеру, як в епоху нульових, коли ними стали займатися найбільші іпотечні компанії та провідні банки, приваблені перспективою одержати мільйони нових клієнтів.

⁶¹⁸ Mason J. How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions? / J. Mason. — <https://www.papers.ssrn.com>

⁶¹⁹ За рахунок кредитів під заставу житлової нерухомості (найчастіше не повністю виплаченої) споживачі одержали з 1997 по 2005 рік більше 9 трлн доларів. Доходами від таких кредитів тоді фінансувалося близько 3 % усіх споживчих витрат, а в 2006 році вони досягли 10 % усіх доходів домогосподарств (Feldstein M. Housing, Credit Markets and the Business Cycle / M. Feldstein. — NBER Working Paper, № 13. Oct. 2007. — P. 471).

⁶²⁰ У 1996 році обсяг ризикованих кредитів становив 96,8 млрд доларів, у 2002 році — вже 421 млрд із 3038 млрд (сумарна вартість усіх іпотечних кредитів), у 2006 році — 640 млрд із 2886 млрд (Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 78–79).

З 2003 по 2005 рік неплатежі за іпотечними кредитами були нечастими. Однак з 2003 року кредитори, вичерпавши свою потенційну клієнтуру, стали залучати зовсім інший контингент позичальників, які не мали ані доходів, ані роботи, ані активів. Їх спокушали можливістю отримати кредит із нульовим першим внеском і перспективою його рефінансування під заставу купленого будинку. Така практика швидко поширювалася, і обсяг кредитів під заставу ще не оплаченого будинку зріс із 20 млрд доларів на початку 1990-х років до 600–700 млрд у середині 2000-х років.

Банки стали об'єднувати ризиковані іпотечні кредити в пули, випускаючи під їхнє забезпечення нові цінні папери — облігації, забезпечені іпотечними борговими зобов'язаннями (CDO). Потім ці емісії ділили на безліч траншів з різними процентними ставками й рівнями ризику. Усі вважали, що ціле безпечніше за його частини, тому ризик дефолту за іпотечними облігаціями, які поєднали в собі безліч первинних іпотечних кредитів, був нижчим, ніж за самими кредитами. CDO стали тими новими фінансовими інструментами, які роздували грандіозний пузир на ринку іпотечного кредитування.

Те саме стосувалося кредитно-дефолтних свопів (CDS)⁶²¹. Умови для їхнього масового поширення створив закон про модернізацію фінансових послуг 1999 року. Він не тільки скасував закон Гласса — Стіголла⁶²², а й дерегулював

⁶²¹ Ринок CDO з 2000 по 2006 рік зріс із 275 млрд до 4,7 трлн доларів, а ринок CDS збільшувався вчетверо швидше — з 920 млрд доларів у 2001 році до 62 трлн наприкінці 2007 року (Скидельски Р. Кейнс. Возвращение мастера / Р. Скидельски. — М.: Юнайтед Пресс, 2011. — С. 29).

⁶²² «Я знав, що закон Гласса — Стіголла був дуже продумано створений для захисту банківських вкладів, щоб ніяка криза не змогла охопити фінансовий сектор і обвалити його, як викладені в ряд кісточки доміно. Він успішно утримував ці кісточки на безпечній відстані одна від одної протягом майже семи десятиліть. І тепер усьому прийшов кінець», коли почали зводити воедино, «зближувати різні частини фінансового сектору. Я пам'ятаю, як мене схвилювали новини по телевізору 12 листопада 1999 року... президент Клінтон підійшов до столу і, може навіть неохоче, підписав закон про модернізацію фінансових послуг» — це був відомий закон Гремма — Ліча — Блайлі, який скасовував закон Гласса — Стіголла. А «менше ніж через десять років це призвело на межу краху весь світ» (Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 23). І справді, закон Гласса — Стіголла з'явився після того, як під час «Великого краху» 1929 року багато банків збанкрутували, розтративши заощадження вкладників — вони використовували їх у спекулятивній грі на ринку цінних паперів.

ринок кредитно-дефолтних свопів. Особливо важливі наслідки мав один із пунктів закону, який дозволяв те, що раніше було заборонено. Кредитно-дефолтні свопи, що страхують ризик дефолту за певними цінними паперами, тепер могли купувати всі. Це відкривало широкі можливості для гри на зниження, і в передкризові часи деякі банки й хедж-фонди охоче такою можливістю скористалися, зробивши ставку на крах великих іпотечних компаній. Крім того, кількість цих «страхових полісів» зростала так швидко, тому що під одну облігацію CDO могла бути випущена яка завгодно кількість кредитно-дефолтних свопів. Однак банки, що займалися подібними операціями, та інші фінансові організації настільки захопилися цим, що набрали неймовірну кількість боргів.

Нові синтетичні іпотечні цінні папери (CDO) були дуже заплутані та настільки далекі від початкових іпотечних кредитів⁶²³, що це створювало враження безпечності цих інструментів, які мали до того ж високий рейтинг⁶²⁴. Вони стали настільки популярними серед інвесторів, що до емітентів CDO — банків і великих іпотечних компаній — потекли величезні обсяги грошей. Прибутки були настільки значними, що

⁶²³ Хоча механізм випуску CDO почасти нагадував сек'юритизацію активів, була суттєва відмінність — під час сек'юритизації в її основі були однорідні активи (іпотечні заставні). А під час випуску CDO почали навмисно змішувати різні активи, зокрема інші CDO. Це робилося для того, щоб CDO створювалися на основі інструментів, між ціною яких була слабка кореляція. Вважалося, що в такому разі в основі CDO буде диверсифікований портфель активів, ймовірність одночасного дефолту за якими знижується. На відміну від іпотечних облігацій, де базовим активом були пакети початкових заставних за іпотечними кредитами, в основі CDO зазвичай були пакети іпотечних облігацій з найнижчим кредитним рейтингом BBB. Після випуску CDO їхній рейтинг штучно підвищувався до AAA (рейтингові агентства робили це за чималу винагороду) за рахунок створення нібито диверсифікованого портфеля активів. У такий спосіб реальні ризики приховувалися й применшувалися, а CDO з рейтингом AAA можна було продавати у великих кількостях не дуже досвідченим інвесторам (особливо в Європі). Парадокс полягав у тому, що в 1980-х роках облігації, забезпечені іпотечними кредитами, випускалися для переносу ризику таких кредитів на облігаційний ринок. Інакше кажучи — для зменшення ризику. А в 2000-х роках випуск CDO відбувався, по суті, уже не для перенесення ризиків, а для їхнього приховування за допомогою ускладнення й заплутування фінансових інструментів.

⁶²⁴ У розпал буму найвищий рейтинг AAA мали 60 % CDO, що вже саме по собі дивно. За звичайних умов такий рейтинг має 1 % найнадійніших корпоративних облігацій (Раджан Р. Линии разлома: скрытые трещины, всё ещё угрожающие мировой экономике / Р. Раджан. — М.: Изд. Института Гайдара, 2013. — С. 248).

ці банки й компанії, прагнучи розширити кількість позичальників, стали знижувати вимоги за кредитами, взагалі переставши перевіряти доходи нових клієнтів.

А тим пропонували іпотечні кредити з дуже малим (а потім і з нульовим) першим внеском, доступним усім охочим. Але у таких кредитах був змінний відсоток, низький лише перші два роки; потім він починав підвищуватися. Однак більшість позичальників про це не думали, мабуть, просто погано розуміли механізм таких кредитів. Усе було засновано на сліпій вірі в те, що ціни на нерухомість будуть тільки зростати. І тоді через пару років позичальники зможуть рефінансувати іпотечний кредит або вигідно продати будинок і сплатити борг. А тому і ніякої проблеми нібито немає.

Сек'юритизація іпотечних кредитів і випуск CDO настільки поширилися, що напередодні кризи синтетичні фінансові продукти становили майже половину всіх цінних паперів. Ще більше було випущено кредитно-дефолтних свопів, обсяг яких досягав перед кризою, за різними оцінками, від 42 до 62 трлн доларів (при тому, що капіталізація всього американського ринку цінних паперів у 2007 році становила 18,5 трлн доларів, з них ринку державних облігацій — 4,5 трлн)⁶²⁵.

«Одним із секторів, на які припадала найбільша частина ліквідності, були високоприбуткові цінні папери, випущені під американські низькоякісні іпотечні кредити. Попит на такі папери зріс дуже сильно. Ризики, пов'язані з ними, здавалися мінімальними під час стабільного підвищення цін на житло та... низького рівня протермінованих платежів». Тому й надмірна прибутковість сек'юритизованих низькоякісних іпотечних кредитів «виглядала дуже спокусливо. Хедж-фонди, пенсійні фонди й банки всього світу розкуповували ці інструменти, змушуючи Уолл-стріт та американських емітентів іпотечних паперів збільшувати попит на низькоякісні кредити»⁶²⁶.

Частка низькоякісних і ризикованих (subprime) кредитів у загальному обсязі іпотечних кредитів стала швидко зростати, і наприкінці 2005 року за рахунок сек'юритизації іпотечних активів під 80 % цих кредитів були випущені цінні папери (у 2001 році — тільки під 50 % кредитів). «До кризи призвела

⁶²⁵ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 20.

⁶²⁶ Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 482.

неправильна оцінка подібних ризикованих активів. Коли ринки перетворюють на сміття папери з високими рейтингами, інвестиційне співтовариство охоплює невизначеність»⁶²⁷. Так починається кредитна криза.

Кінець великого кредитного суперпузиря

За час тривалого економічного підйому, що тривав з невеликими перервами з кінця 1980-х років, сильно зросло прагнення середнього класу до багатого життя — приклад йому подавала еліта. Наприкінці 1970-х років 1% найбагатших отримував близько 9% усіх доходів країни, а в 2007 році — 23,5%⁶²⁸. Подібна концентрація капіталів у руках багатих була також і перед крахом 1929 року.

Саме по собі це, звичайно, не було причиною криз, але разом із зростанням багатства еліти воно усе більше починало хвилювати уяву середнього класу. Нові будинки, авто, побутова техніка, електроніка — усім хотілося це мати. А єдиний спосіб одержати бажане — кредити та нескінченно зростаюча гора боргів. Подібне захоплення кредитами було також перед кризою 1929 року.

«Суперпузир» (super-bubble) був заснований на найголовнішому тренді — збільшенні обсягів кредитування, разом з основною невірною передумовою: ринковим фундаменталізмом з його вірою в те, що ринки мають бути вільні від будь-якого регулювання.

Так само як пузир на ринку іпотечних кредитів і пов'язаних із ними похідних цінних паперів був заснований на оман-

⁶²⁷ «Недовіра поширюється на всю сукупність CDO та інших екзотичних фінансових інструментів... Коли до інвесторів приходять розуміння, що деяка кількість комерційних паперів забезпечена низькоякісними іпотечними активами, вони починають продавати усі короткотермінові комерційні папери, щоб перейти на безризикові казначейські векселі. Ціна цих паперів падає... а їхні емітенти починають просити свої банки відкрити кредитні лінії або просто допомогти. Баланси банків і без того обтяжені мільярдними проміжними кредитами, наданими для фінансування корпоративних злиттів і викупів... Однак можливостей для здійснення таких угод більше немає, тому банкам доводиться скорочувати фінансування» (Гринспен А. Епоха потрясень. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 483–484).

⁶²⁸ Райх Р. Послешок. Экономика будущего / Р. Райх. — М.: Карьера-пресс, 2012. — С. 5–6.

ливій вірі в те, що ціна нерухомості буде тільки зростати, кредитний «суперпузир» був заснований на невірній упевненості, що ринки якимось самі собою врегулюють створення нових витончених кредитних інструментів. Це призвело до того, що в 2008 році вся світова фінансова система була поставлена на межу розвалу, а криза стала закінченням цілої епохи.

Проблема глобальної недооцінки ризику

Очевидно, що кризу спровокували збитки за сек'юритизованими американськими низькоякісними іпотечними кредитами. Однак фундаментальна причина кризи набагато ширша — вона в глобальній недооцінці ризику, яка зростала протягом кількох років до історичного максимуму. В історії було чимало тривалих періодів недооцінки ризику, що призводили до криз, і ніхто заздалегідь не знає, коли настає кінець такого періоду.

Витоки проблеми можна бачити значно раніше за події передкризових років. Із самого початку 2000-х років через низьку інфляцію значно збільшилися темпи зростання країн, що розвиваються, особливо Китаю. У цих країнах за традицією мешканці відкладали в заощадження набагато більше, ніж у розвинених. І на світових фінансових ринках нагромадження капіталів стало переважати над інвестуванням. Через це швидко почали знижуватися довготермінові процентні ставки. Це відзначалося майже у всіх країнах світу, і до 2006 року рівень інфляції й процентні ставки скрізь були нижче 10 %. А після зниження ставок почалося підвищення ціни на активи.

З 1985 по 2005 рік збільшення ринкової вартості цінних паперів і нерухомості значно випереджало зростання доходів. А придбання цих активів фінансовими посередниками створювало потік вільних капіталів, спрямований в інвестиційні банки, фонди прямих інвестицій, хедж-фонди та пенсійні фонди. Інвестори, які чомусь завжди сліпо вірять у стабільність фінансової системи, стали купувати низькоякісні, але більш прибуткові активи. Особливо хвилювало інвесторів зростання вартості нерухомості. Так почався іпотечний бум.

Міна сповільненої дії: CDS

У 2006 році ринок кредитно-дефолтних свопів (CDS) став найкрутішим модним бізнесом. Поки цей ринок зростав і ніхто не збанкрутував, здавалося, що це лише ще один спосіб робити гроші з повітря. А до 2008 року обсяг всіх CDS досяг 80 трлн доларів. Це був неймовірно величезний ринок, але з неймовірно високим ризиком. Якщо один із його учасників не міг виконати свої зобов'язання перед іншим, той втрачав колосальні гроші. І коли ризики банків почали зростати в 2008 році, ціна виданих ними CDS стала змінюватися не тільки через ризики об'єкта страхування, але й через ризики страхувальника (адже ціна CDS залежала від кредитного рейтингу не тільки позичальника, але й банку-страховика).

Якщо одна компанія або банк давали іншій кредит у мільярд доларів під 13% і купували в банку-посереднику кредитно-дефолтні свопи для страхування ризику неповернення позики (у цьому разі, ймовірно, за ціною 8% від суми кредиту), банк одержував 80 млн доларів на рік. Про те, що під час виникнення проблем банку доведеться заплатити мільярд доларів, намагалися не замислюватися. Або пропонували взяти іншому банку на себе частину ризику — наприклад, 90%. Тоді перший банк одержував би 8 млн на рік при відповідальності за 10% ризику за кредитом, а банк-партнер — 72 млн доларів при відповідальності за 90% кредиту.

У 2001 році обсяг ринку CDS становив 800 млрд доларів, а в 2006 році — 26 трлн, увосьмєро перевищуючи вартість застрахованих цінних паперів (переважно іпотечних облігацій). Більше половини CDS було випущено для спекулятивних цілей — у їхніх власників не було жодної іпотечної облігації. Меж зростання в цього ринку не було. Клієнти купували в банків CDS на суму, яку хотіли, а банки одержували свій прибуток, не замислюючись над тим, чи є взагалі в клієнтів облігації, для страхування яких вони купують CDS, або ж вони ведуть гру на зниження. І це при тому, що такими свопами займалося не так багато великих учасників ринку, які без проблем могли б його контролювати⁶²⁹.

⁶²⁹ З кредитно-дефолтними свопами працювало тільки 17 банків, основними з яких були Bank of America, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, HSBC, Goldman Sachs, JPMorgan Chase, Lehman Brothers, Royal Bank of Scotland, UBS. Щоб

По суті, усе це було азартною грою на чужі цінні папери, забороненою до 2000 року, коли закон про модернізацію фінансових послуг легалізував у США таку гру. Після цього Комісія з цінних паперів і бірж не встановила жодних обмежень на подібні операції — мабуть, тому, що не дуже розуміла суть непрозорого й нерегульованого ринку CDS. Але з такими обсягами цього ринку він міг зруйнувати всю американську фінансову систему⁶³⁰.

Початок спаду на ринку нерухомості

На ринку іпотечних кредитів і випущених під їхнє забезпечення цінних паперів утворився величезний спекулятивний пузир. Багато хто вірив, що покупці нерухомості завжди зможуть отримати новий іпотечний кредит з виплатою низьких відсотків у перші два роки. Але в 2004–2006 рр. ФРС стала підіймати ставку, підвищивши її з 1 % до 5,25 % та утримуючи на такому рівні до серпня 2007 року. Подорожчання кредитів мало зменшити інфляцію й загальмувати роздування кредитного пузиря. Однак це спричинило падіння цін на нерухомість і призвело до збільшення кількості неплатежів у 2007 році, що потім стало причиною обвалу на ринку іпотечних кредитів. Девід Вініар, на той час фінансовий директор Goldman Sachs, говорив в інтерв'ю Financial Times, що в серпні 2007 року ринок став нестабільним і на ньому відбувалися настільки сильні коливання цін, що вони у 25 разів перевищували стандартний діапазон⁶³¹.

Перегрітий до нездорового ажіотажу ринок іпотечного кредитування став потроху охолоджуватися. «Великий бум

мати можливість виплатити застраховані суми за кредитно-дефолтними свопами, цим банкам потрібно було мати резерви 5–10 трильйонів доларів, що було, звісно, нереально.

⁶³⁰ ВВП США становив у 2006 році 13,8 трлн доларів, а ринок CDS — 26 трлн (у 2008 році — 80 трлн доларів).

⁶³¹ Larsen P. Goldman Pays the Price of Being Big / P. Larsen // Financial Times. — 2007. — Aug. 13.

на ринку нерухомості» пішов на спад, «але треба було якийсь час, щоб більшість людей це помітили». Коли ціни зросли до такого рівня, що придбання будинку стало недоступним навіть без початкового платежу і при кредитах з найвигіднішою ставкою, обсяг продажів почав уповільнюватися й «почувся шиплячий звук повітря, що виходить із пузиря»⁶³².

У середині 2006 року зростання цін на нерухомість припинилося, а ціни почали знижуватися. Спершу це зниження було невеликим — у другому кварталі 2007 року лише на 3% нижче, ніж за рік до того. Але важливою була сама зміна тренду, зміна настрою. Тим більше що через рік, у другому кварталі 2008 р., ціни впали вже на 15%. Саме в цей час закінчилися два роки привабливого низького відсотка за кредитами, і маса позичальників, у яких не просили надати дані про доходи (або вони самі давали неправдиві дані), взагалі перестали платити. До кінця 2006 року дефолт оголосили за 10% іпотечних кредитів, що порушило всі розрахунки, покладені в основу іпотечних цінних паперів.

Адже головним аргументом на користь ризикованого іпотечного кредитування було те, що при постійно зростаючих цінах для кредитора було неважливо, чи зможе позичальник виплатити свій іпотечний борг. Якщо позичальник не міг виплачувати кредит, він продавав будинок і сплачував борг. А коли ціни стали падати, все змінилося. Якби кредитор вирішив за несплату відібрати в позичальника будинок і продати його, це виявилось б дуже просто — з урахуванням зниження цін реальна ціна будинку була б приблизно вдвічі нижчою, ніж початковий розмір позики. Тому уся ця схема втрачала сенс.

У середині 2006 року почалася хвиля масових неплатежів. Сотні тисяч домовласників виселили зі своїх будинків і вони перебралися в орендоване житло. На продаж виставили 600 000 невиконаних будинків, і ще 150 000 нових (їх почали будувати до спаду) виставили забудовники, які зрозуміли, що наближається скорочення ринку. Але до початку 2007 року переважна більшість учасників іпотечного ринку не хотіла визнавати проблеми, кажучи лише про тимчасові труднощі, що ще більше посилювало загальну напруженість.

⁶³² Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. — М.: Эксмо, 2009. — С. 259.

Однак до середини 2007 року дефолти за іпотечними кредитами стали масовими. «Домовласники, які не мали ані коштів, ані роботи, побачили зростання відсотків за заставними і почали розбігатися хто куди. Вони кидали все, забували про вже внесені платежі, клали ключі в поштову скриньку й розчинялися в темряві... з'явилася ціла армія дезертирів, які залишали новісінькі будинки та ховалися в найбідніших районах, де вони могли якось зводити кінці з кінцями». Подекуди ночами «утворювалися справжні пробки на дорогах, тому що саме в цей час мешканці хотіли зникнути зі своїх будинків»⁶³³. Виплати за тисячами заставних припинилися, і у фінансовому світі почалася справжня буря. Почали розорятися іпотечні компанії, а за ними й банки.

До початку 2008 року на ринку іпотечних кредитів позиція з продажу нерухомості набагато перевищувала попит. Більшість власників нерухомості чекали: вони не хотіли продавати свої будинки нижче максимальної ціни. Але довго це тривати не могло, і в середині 2008 року ціни на житло стали швидко знижуватися⁶³⁴. А потім стала падати вартість цінних паперів — на початку 2008 року низькоякісні ризиковані CDO з найнижчим кредитним рейтингом опустилися в ціні до 10 % номіналу.

Однак інвестори до останнього вірили, що транші CDO з рейтингом AAA надійні — у жовтні 2007 року, коли ринок уже почав обвалюватися, вони ще продавалися за ціною, близькою до номіналу. Їхня стабільність була оманливою — масштаби іпотечного пузиря стали настільки великими (а ціни на нерухомість завищеними не менше ніж на 50 %), що жоден фінансовий інструмент, пов'язаний з іпотечними кредитами, уже не можна було вважати надійним. Практично всі, хто брав іпотечні кредити в роки максимального роздування пузиря, опинилися в ситуації, коли вартість кредиту стала набагато більше реальної вартості будинку.

⁶³³ Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 249.

⁶³⁴ Зрештою з березня 2006 по березень 2008 року продажі житлової нерухомості зменшилися на 30 %, цей ринок сильно скоротився, а кредитування на ньому повернулося до своєї традиційної форми.

Наближення кризи

Перші ознаки наближення кризи з'явилися ще на початку 2007 року, коли 22 лютого керівництво великого глобального банку HSBC⁶³⁵ оголосило про збитки в розмірі 10,8 млрд доларів, отримані на ринку іпотечних паперів, і про звільнення керівника американського підрозділу, що займався іпотечними кредитами. А 9 березня D. R. Horton, одна з найбільших будівельних компаній у США, повідомила про можливість збитків за іпотечними кредитами (особливо за ризикованими кредитами subprime). Незабаром після цього, 12 березня, через загрозу банкрутства припинив торгувати своїми акціями один із найбільших іпотечних кредиторів, New Century Financial⁶³⁶, а 2 квітня ця компанія оголосила про своє банкрутство — їй довелося витратити мільярди доларів на викуп ризикованих боргів⁶³⁷. Після цього удавати, що на іпотечному ринку все нормально, вже стало неможливо.

Компанії, що працювали на ринку іпотечних паперів, почали позбуватися своїх величезних портфелів, хоча це вже було не так просто зробити. Одна з таких компаній, Accredited Home Lenders Holding, 16 березня 2007 року виставила на продаж с великою знижкою свій портфель ризикованих іпотечних паперів на 2,7 млрд доларів. Це було важко не помітити, і ринок захвилювався.

⁶³⁵ Hongkong and Shanghai Banking Corporation із центральним офісом у Гонконзі — один із найстарших банків світу, заснований британцями в 1865 році.

⁶³⁶ Компанію New Century Financial заснували в 1995 році Бред Морріс, Едвард Готшалл і Роберт Коул в Ірвіні (Каліфорнія). Вони зрозуміли, що нові правила, встановлені при президенті Клінтоні, які дозволяли видавати іпотечні кредити клієнтам з поганою кредитною історією, дозволяють New Century Financial захопити чималу частину ринку іпотечного кредитування (Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins // Financial Times. 2007. — Aug. 31).

⁶³⁷ Bleak Housing Outlook for US Firm. — BBC News. — 2007. — March 8.

Індекс ABX починає непокоїти

Навесні 2007 року розташована в Лондоні компанія Markit Group почала використовувати індекс ABX, заснований на аналізі ринкових цін кредитно-дефолтних свопів, забезпечених іпотечними паперами. Індекс показував стан ринку іпотечних паперів (насамперед — CDO) і був створений для підвищення інформаційної прозорості цього ринку. Коли найризикованіші транші іпотечних паперів втратили до 80 % своєї вартості, розпочалося вільне падіння індексу ABX. Це спричинило тривогу у фінансових колах — якщо раніше ще можна було намагатися закривати очі на стан ринку іпотечних паперів (як багато хто і робив), то після зниження індексу ABX це стало неможливо. Усьому банківському сектору, особливо «тіньовому банкінгу», довелося задуматися про переоцінку своїх активів. На той час CDO помітно знизилися в ціні, створивши чималі збитки і проблеми для банків. Ті почали накопичувати гроші та скорочувати видачу кредитів під заставу цінних паперів, вартість яких могла в будь-який момент знизитися. Багато хто намагався зменшити обсяг нагромаджених позикових капіталів⁶³⁸, хоча зробити це було вже важко.

Перші банкрутства хедж-фондів

Два великі хедж-фонди компанії Bear Stearns, що займалися іпотечними паперами, взяли короткотермінові кредити на 2 млрд доларів і вклали їх у низькоякісні CDO з невисокою

⁶³⁸ З початком кризи великі банки постраждали головним чином через надмірну частку позикових капіталів, узятих у кредит в інших банків. За оцінкою Financial Times, у 2007 році ця частка досягала 70 % активів в Northern Rock, 63 % у Lehman Brothers і 43 % у HBOS. Потім ці проблемні банки були поглинені іншими банками, і в 2016 році частка позикових капіталів у них уже була набагато нижче — у середньому 15 %. Отже, деякі уроки кризи були враховані й висновки зроблені (Here is the big reason banks are safer than a decade ago // Financial Times. — 2017. — 22 Aug.).

ліквідністю. Позиковий капітал цих фондів став перевищувати власний у 20 разів. Однак після зниження індексу ABX банки, що видали фондам Bear Stearns кредити під заставу CDO, справедливо захотіли отримати додаткове забезпечення, тому що ціна CDO знизилася. Але 15 червня 2007 року виявилось, що хедж-фонди не можуть надати додаткові капітали для підтримки заявленої вартості закладених іпотечних паперів, ціна яких стала швидко зменшуватися.

Фонди, та й керівництво банку Bear Stearns, розуміли, що якщо спробувати продати CDO на падаючому ринку, на якому зростала паніка, то може з'ясуватися, що їхня реальна ціна набагато нижче, ніж за розрахунками індексу ABX. А це ще більше обвалить ринки. Bear Stearns довелося брати кредит 3,2 млрд доларів, щоб зберегти один із фондів і спокійно ліквідувати другий, але це не допомогло. Фонд, що залишився, не тільки витратив власний капітал, але й 90 % вкладів своїх інвесторів, збитки яких досягли 1,5 млрд.

Ця історія стала приводом для серйозного занепокоєння учасників ринку, хоча голова ФРС Бен Бернанке (він перемінив Алана Грінспена 1 лютого 2006 року) запевняв, що проблеми на ринку іпотечних паперів і кредитів мають ситуативний характер, і причин для занепокоєння немає. Він заявив 20 липня, що збитки на ринку іпотечних кредитів не такі вже й великі, за його оцінкою — 100 млн доларів. Не знаю, звідки Бернанке взяв таку цифру — у ті дні збитки вже досягли мільярдів (тільки в Bear Stearns 1,5 млрд). Незабаром Merrill Lynch і Citigroup списали з балансів великі пакети падаючих у ціні CDO, після чого багатьом здалося, що стан справ на ринку налагоджується. Але це було лише тимчасове поліпшення.

У серпні 2007 року, коли почалися інші дефолти, Bear Stearns офіційно оголосив про банкрутство двох своїх хедж-фондів і припинив видачу грошей клієнтам із третього фонду. Він опинився в складному становищі через падіння цін на іпотечні папери. Крах цих фондів Bear Stearns визначив долю сотень інших хедж-фондів, та й усієї тіньової банківської системи. Проблема полягала в тому, що хедж-фонди були, по суті, нерегульованими організаціями, які повністю залежали від зовнішнього фінансування.

Незабаром збанкрутував хедж-фонд банку UBS, а всього з 2007 по 2009 рік банкрутами стали майже п'ять сотень

хедж-фондів. Банки-кредитори не знали, наскільки ці фонди обтяжені «токсичними» проблемними активами, тому вони вирішили не ризикувати і просто припинили видавати фондам кредити. Почався пошук «токсичних» активів, щоб з'ясувати, хто стане наступною жертвою. Але виявилось, що ризикованих активів набагато більше, ніж спершу здавалося — вони були скрізь.

До початку спаду на іпотечному ринку ризики можна було визначити за допомогою звичних методів оцінювання для різних цінних паперів. Але коли ринок нерухомості почав обвалюватися, невизначеність зросла — багато іпотечних паперів стало неможливо оцінити, і було незрозуміло, що буде з ними завтра.

До кінця літа 2007 року виявилось, що баланси багатьох фінансових компаній обтяжені величезною кількістю ризикованих «токсичних» активів. Ніхто вже не міг точно оцінити їхню вартість, а отже — й можливу величину збитків, яка могла бути в діапазоні від 50 до 500 млрд доларів, а може, навіть більше.

Найбільше перевантаженими проблемними активами виявилися фінансові посередники, створені інвестиційними банками й брокерами-дилерами під час буму сек'юритизації. В основному це були структуровані інвестиційні компанії (structured investment vehicles, SIV). Разом з іншими посередниками вони мали на своїх балансах «токсичних» активів на суму 800 млрд доларів⁶³⁹.

Структуровані інвестиційні компанії

Структуровані інвестиційні компанії (вони ж «спеціальні інвестиційні фонди», SIV) були частиною системи «тіньового банкінгу». Він поширився в 2000-х роках, коли створювалося багато фінансових організацій, які формально не можна було віднести ані до комерційних чи інвестиційних банків, ані до інституційних інвесторів. Робилося це з єдиною метою — уникнути регулювання й необхідності подавати фінансову

⁶³⁹ Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. — М.: Эксмо, 2011. — С. 110, 113.

звітність. Структуровані інвестиційні компанії були особливо зручні для цього — вони створювалися як дочірні (але нерегульовані) фінансові організації, щоб у них можна було перевести частину бізнесу та не відображати цю діяльність у фінансовій звітності.

Формально такі компанії були самостійними. Як і будь-яка інша компанія, SIV мали свій рейтинг, і зазвичай він був найвищим. З його одержанням було все чесно — для цього фонди SIV справді вкладали капітали в облігації з найвищим рейтингом, після чого вони самі діставали високий рейтинг як власники надійних активів. Завдяки юридичній незалежності SIV, вони накопичували активи, які не враховувалися на балансах банків.

Коли інвестиційні банки отримували в заставу при видачі кредитів активи різної якості, обліковувати їх на своїх балансах банкам було невигідно. У такому разі їм довелося б створювати додаткові резерви, щоб підтримувати допустиме співвідношення власного капіталу й заставних активів. Тому найчастіше банки враховували такі активи (особливо іпотечні облігації) не на своїх балансах, а перекладали ризики на спеціально створені небанківські структуровані інвестиційні компанії⁶⁴⁰. Оскільки вони формально вважалися небанківськими організаціями, їхня забезпеченість власним капіталом могла бути вдесятеро меншою, ніж було потрібно для банків. У таких компаніях зберігалися іпотечні облігації на величезні суми, які банки потім поєднували в пули під час випуску CDO.

Однак доходи SIV надходили до банків. Завдяки цьому прибутковість капіталу зростала, а це, як відомо, один із найважливіших показників для оцінки ефективності роботи фінансових компаній. Зрештою менеджери банків одержували вищі бонуси. Невже аудитори всього цього не розуміли? Звичайно ж, розуміли. Але така практика була частиною сформованої системи, порушувати яку ніхто не хотів. Та й з юридичної точки зору банки не робили нічого протизаконного. SIV формально були незалежні від банків, які їх створили, тому у банків не було зобов'язань їх фінансувати. Ніби жодних питань і немає.

⁶⁴⁰ Лише в Citigroup було сім окремих структурованих інвестиційних компаній з активами на 100 млрд доларів.

Але саме SIV виявилися одним із найслабших місць фінансової системи, створивши масу проблем на ранніх стадіях кризи. Структуровані інвестиційні компанії стали використовувати дуже велике кредитне плече, що перевищувало їхні власні капітали іноді в 40 разів. А банки охоче видавали SIV величезні кредити, забезпечені облігаціями з високим рейтингом. Та й видавали вони їх своїм, по суті, дочірнім компаніям, нехай навіть формально незалежним. Розрахунок був тільки на те, що дефолт за цими облігаціями малоімовірний. Але ці плани виявився помилковими. Навіть якщо дефолт був малоімовірний, ціна облігацій могла впасти. І не тільки через зниження їхнього рейтингу, а й через відсутність попиту. А коли ціна облігацій починає падати, опускається кредитний рейтинг SIV. Саме це створило серйозні проблеми, особливо якщо врахувати, що багато великих учасників ринку перхресно фінансували SIV, створені один одним.

Структуровані інвестиційні компанії випускали комерційні папери, покриттям яких були активи SIV. Коли ціни на CDO почали падати, ринок цих комерційних паперів практично перестав існувати. Вони вже були нікому не потрібні, і за короткий час інвестори вивели із цього ринку 200 млрд доларів. Компанії SIV опинилися на межі банкрутства, і банкам довелося включити їхні збитки у свої баланси. А це означало, що ці величезні збитки необхідно визнати.

А почалося все це, коли Bear Stearns за рішенням суду був визнаний відповідальним за втрати інвесторів, створені двома його хедж-фондами, хоча вони були окремими юридичними особами. Після такого прецеденту стало ясно, що іншим банкам доведеться брати на себе відповідальність за збитки SIV. На практиці це означало, що банки повинні викупити активи своїх SIV і прийняти на себе всі втрати, зокрема втрати інвесторів, які вклали свої капітали в SIV. Така перспектива тривожила не тільки банки, а й багатьох учасників ринку — активи SIV були надто великими, йшлося про сотні мільярдів доларів.

Деякі банки дозволили структурованим компаніям збанкрутувати, інші відмовлялися від зобов'язань SIV, але однаково в банків було надто багато проблемних активів — їхня сукупна вартість перевищувала 200 млрд доларів. Це призвело до того, що банки стали неохоче видавати кредити один одному, щоб хоч якось зберегти запас ліквідності.

Початок дефолтів

BNP Paribas

З початку серпня 2007 року спад на ринку іпотечних кредитів (та й самої житлової нерухомості) став помітним для всіх. American Home Mortgage (одна з найбільших компаній, які видавали іпотечні кредити) 6 серпня оголосила, що припиняє діяльність і звільняє більшість співробітників через спад на ринку. Однак усі звернули увагу не на цю подію, а на те, що відбулося через три дні — 9 серпня керівництво найбільшого французького банку BNP Paribas заявило про припинення виплат у трьох фондах грошового ринку (із сумарним капіталом 2,2 млрд євро), які належали банку. Причина — падіння ліквідності на американському ринку іпотечних активів (йшлося саме про CDO). Керівництво французького банку драматично, але по суті вірно заявило, що ринок, на якому торгувалися активи цих трьох фондів, фактично перестав існувати, і тому Paribas не в змозі оцінити вартість активів фондів.

«Цей день змінив світ» — слова Адама Еплгарта, президента англійського іпотечного банку Northern Rock, потім неодноразово цитували мас-медіа. Після того як Paribas заморозив 2,2 млрд доларів через проблеми з іпотечними паперами, ринку був поданий сигнал про початок проблем⁶⁴¹. Це був дуже тривожний сигнал, і трейдери, зокрема в Європі, стали уникати купувати іпотечні активи за будь-яку ціну.

«У нас Армагедон», — істерично кричав ведучий передачі «Божевільні гроші» CNBC Джим Крамер з екранів телевізорів, вимагаючи від голови ФРС Бена Бернанке негайно знизити ставки через початок обвалу «на ринку інструментів з фіксованою прибутковістю», інакше кажучи — іпотечних облігацій⁶⁴².

⁶⁴¹ Лондонська ставка LIBOR одразу ж зросла з 5,35 до 5,86 %, а європейська ставка EURIBOR — з 4,11 до 4,31 %.

⁶⁴² Бернанке знадобився цілий тиждень, щоб почути Крамера — 17 серпня ФРС все ж таки знизила процентну ставку з 6,25 % до 5,75 %, зменшивши вартість кредиту.

Паніку посилювала інформація про те, що в Німеччині розглядається питання про виділення 17,3 млрд доларів державних коштів для рефінансування SIV-компанії державного банку Sachsen Landesbank⁶⁴³. До того ж поширилися чутки, що центральний банк Німеччини організує зустріч для збору фінансової допомоги ІКВ, одному з найбільших банків. Його збитки від падіння ринку іпотечних паперів досягли 1 млрд доларів⁶⁴⁴.

Щоб уникнути масової паніки, Європейському центральному банку довелося 9 серпня терміново вкласти 95 млрд євро в банківську систему країн єврозони. Це мало допомогти уникнути загального обвалу через початок падіння цін американських іпотечних паперів⁶⁴⁵. Подібну фінансову допомогу стали робити ФРС США й Банк Японії. Європейський центральний банк 10 серпня 2007 року надав банкам додатково 61 млрд євро, 13 серпня — ще 47,7 млрд.

«Незважаючи на те, що центральні банки найбільших країн вклали в банківську систему сотні мільярдів доларів», після заяви Paribas «протягом декількох годин ринки короткотермінових кредитів по всьому світу фактично перестали функціонувати» і почалася «повномасштабна фінансова криза»⁶⁴⁶. На ринку цінних паперів почалися масові панічні продажі. Таким чином, проблеми, що виникли у відносно невеликому сегменті американських фінансів — ринку низькоякісних іпотечних кредитів, — швидко вийшли за межі цього ринку і кордонів США, порушивши функціонування всієї глобальної фінансової системи.

Хоча часто пишуть, що глобальна фінансова криза 2007–2009 років почалася 15 вересня 2008 року після банкрутства Lehman Brothers, мені здається логічнішою інша думка. Коли Paribas оголосив, що ринку іпотечних паперів не існує, це було несподівано для всіх. І почалася паніка. А банкрутство Lehman понад рік по тому вже не було несподіванкою — про те, що в банку величезні борги, багато писали в ті дні.

⁶⁴³ 28 серпня Sachsen Landesbank був поглинений конкурентом — Landesbank Baden-Wuerttemberg, що врятувало його від банкрутства.

⁶⁴⁴ Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. — N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. — P. 47–49.

⁶⁴⁵ ECB injects 95 bn to aid markets // Financial Times. — 2007. — Aug. 10.

⁶⁴⁶ Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 479.

Події 9 серпня я добре пам'ятаю. На той час я більше 15 років займався фінансами у великій будівельній компанії. Як людині, що вивчає сучасні фінансові ринки та їхню історію, мені було очевидно, що скоро обвал почнеться також і в Україні, яка повністю залежала від потоків іноземних капіталів (в основному — короткотермінових кредитів). За декілька днів до того, 5 серпня, народилася моя дочка Маша. А я, місяців за два до цього, пам'ятаю, казав дружині: «Щось не те відбувається, усі набрали величезні кредити (зокрема наша компанія), і незрозуміло, як їх потім повертати. А реальних грошей у країні немає». Мої тривожні передчуття виправдалися.

Криза банківського кредитування

У серпні 2007 року, коли іпотечна криза вже була в розпалі, тривожні настрої поширилися у світовій банківській мережі та, головне, на міжбанківському ринку кредитів. Цей ринок на той час став повністю глобальним і віртуальним, працюючи в режимі реального часу в Інтернеті. Однак за традицією, що залишилася з тих часів, коли центр ринку був у Лондоні, вартість кредитів визначалася на основі ставки лондонського ринку міжбанківських кредитів (London Interbank Offered Rate, LIBOR)⁶⁴⁷.

Незабаром, 16 серпня, найбільшій американській іпотечній компанії Countrywide Financial довелося визнати, що в неї серйозні проблеми — вона вичерпала свою кредитну лінію обсягом 11,5 млрд доларів. Банківський підрозділ цієї компанії, Countrywide Bank, заснований Анджело Мозіло, взяв на себе удар хвилі іпотечної кризи, коли в серпні 2007 року вкладники атакували відділення банку, вимагаючи повернути їм гроші, — ніхто не хотів ризикувати в такий неспокійний час. Керівництво ФРС 17 серпня заявило, що готове надати будь-які суми, щоб призупинити розвиток кризи, і знизило ставку

⁶⁴⁷ Зазвичай (не в кризові часи) величина ставки LIBOR для короткотермінових кредитів (не більше одного дня) на декілька базисних пунктів перевищувала ставки світових центральних банків. Ставка LIBOR за довготерміновими кредитами (переважно тримісячними), як правило, мало відрізнялася від процентних ставок за тримісячними казначейськими векселями США, які вважалися найнадійнішими цінними паперами.

на 0,5%, хоча це вже мало що змінювало. Стало зрозуміло, що центральним банкам різних країн доведеться накачувати у фінансову систему набагато більше грошей.

Зростала кількість відмов від виплат за іпотечними кредитами, а індекс ABX показував, що довіра інвесторів до іпотечних паперів знижується. Волатильність ринків цінних паперів швидко підвищувалася, і хедж-фонди зазнавали величезних збитків. Скандал навколо фондів банку Paribas підтвердив підозри учасників ринку, що справи швидко погіршуються. Різниця між ставкою LIBOR і ставками основних центральних банків зросла з 10 до 70 пунктів, що було вірною ознакою підвищення взаємної підозрливості банків — ніхто не знав, які ризиковані «токсичні» активи можуть бути приховані на балансах у контрагентів⁶⁴⁸ і чи не стануть ті завтра банкрутами. Уся система взаємного кредитування між банками порушилася.

Коли в банках усвідомили масштаби зараженості фінансових ринків проблемними іпотечними активами, ціна кредитів стала стрімко зростати. А потім банки почали відмовлятися видавати кредити — побоюючись, що клієнти теж мають «токсичні» активи, банки хотіли зберегти свої гроші. Адже в той час ще не було ясно, які саме банки найбільше обтяжені проблемними іпотечними паперами. Кредит якщо й можна було одержати, то тільки під величезні відсотки.

Щоб запобігти колапсу банківської системи, у ФРС почали розробляти план термінової фінансової допомоги. Він передбачав, що казначейство викупить на аукціонних торгах у банків та інших компаній проблемні папери на загальну суму 500–600 млрд доларів. Оплачувати їхнє придбання казначейство збиралося не грошима (щоб уникнути відкачки грошової маси), а власними випущеними для цієї мети цінними паперами. Суму 500–600 млрд визначили на основі того, що загальний обсяг проблемних активів на ринках приблизно оцінювався в 1 трлн доларів. Якщо викупити хоча б половину з них, це могло радикально змінити стан справ на ринках. Голова ФРС Бен Бернанке загалом схвалив план, але реалізовувати його поки не став. До цих ідей повернулися в жовтні 2008 року, коли почав діяти «план Полсона».

⁶⁴⁸ До кінця 2007 року більшість великих банків (Bank of America, Citigroup, Credit Suisse, Merrill Lynch, UBS, Wachovia) оголосили про списання з балансів великих пакетів CDO, що вже знецінилися.

Northern Rock

Хвиля банківської паніки 13 вересня досягла одного з найбільших британських банків Northern Rock⁶⁴⁹, який опинився на межі банкрутства. У цей день поширилися чутки, що Northern Rock звернувся до Банку Англії за підтримкою. Для ринку це було сигналом, що в Northern Rock проблеми. Наступного дня, 14 вересня, його керівництво повідомило про труднощі та про те, що очікує допомогу від Банку Англії.

Серед вкладників почалася паніка, вони масового забирали свої гроші. Було побито рекорд за останні сто років — тільки за один день вони зняли 1 млрд фунтів і продовжували виводити свої капітали. Паніку могла зупинити повна державна гарантія на вклади (до цього така гарантія покривала лише депозити до 30 000 фунтів в Northern Rock і 100 000 доларів в Countrywide Financial). Голова Банку Англії Мервін Кінг пообіцяв її надати на всі вклади не тільки Northern Rock, а й інших британських банків⁶⁵⁰. Таку гарантію надали 17 вересня, але було вже пізно. Хоча Банк Англії прийшов на допомогу, йому так і не вдалося врятувати Northern Rock, який довелося націоналізувати, приєднавши його борги до загальної суми державного боргу Великої Британії.

Після історії з Northern Rock занепокоїлася також і ФРС, побачивши паніку серед британських вкладників, які масово забирали свої депозити. Тому 18 вересня 2007 року ФРС вирішила вперше з 2003 року знизити ставку міжбанківського кредиту з 5,25 % до 4,75 %. Зниження ніхто не очікував, і ринок одразу ожив. А з 18 по 20 вересня найбільші американські інвестиційні банки опублікували дані про прибутки й збитки, які виявилися набагато меншими⁶⁵¹, ніж передбачалося. Рин-

⁶⁴⁹ Цей банк із центральним офісом у Ньюкаслі мав велику мережу відділень у всій Англії. Під час іпотечного буму він швидко нарощував обсяги іпотечних кредитів. Хоча в Northern Rock була велика кількість пасивних клієнтів (переважно із середнього класу), які зберігали свої заощадження на депозитних рахунках, цих капіталів було недостатньо, щоб взяти участь у бумі іпотечних кредитів. Банку довелося використовувати великі короткотермінові позики, але у вересні на ринку цих позик почалися проблеми, після чого став відчувати дефіцит капіталів і банк загруз у масі ризикованих кредитів.

⁶⁵⁰ Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins // Financial Times. 2007. — Aug. 31.

⁶⁵¹ У Goldman Sachs — 1,71 млрд доларів збитків за кредитами, виданими фондам прямих інвестицій. А могло бути набагато гірше.

ки одержали ще один позитивний імпульс, і дехто навіть тішив себе оптимістичною думкою, що найгірше залишилося позаду і напруженість послабшала, оскільки банки знизили обсяги кредитування, списавши чималу частину проблемних активів.

Чи могли допомогти азійські інвестори?

Однак вартість активів продовжувала знижуватися, і було зрозуміло, що банкам і фінансовим компаніям потрібна додаткова капіталізація, щоб мати можливість підтримувати на безпечному рівні свої баланси. Але джерел додаткового капіталу у світовій фінансовій системі було на той момент мало — адже майже всі мали однакові проблеми.

Тоді й виникла ідея звернутися до державних і приватних інвестиційних фондів із Близького Сходу та інших країн Азії, особливо Китаю. Там вільні капітали були — на країни Сходу значно менше вплинула криза. Але перспектива розширення впливу арабських або китайських інвесторів в американських і європейських банках нікого не влаштовувала.

Вихід було знайдено у тому, щоб змінити структуру капіталу банків на користь привілейованих акцій. У такому разі іноземні інвестори після вкладення капіталів одержували б лише міноритарний пакет акцій без права голосу й представництва в радах директорів банків. Незабаром банк Citigroup отримав таким способом 7,5 млрд доларів від фонду з Абу-Дабі, UBS — 11,5 млрд доларів від державного фонду із Сінгапуру та приватних інвесторів із Близького Сходу. Merrill Lynch одержав 5 млрд від того самого сінгапурського фонду, а Morgan Stanley — 5 млрд від китайських інвесторів. Надали капітали також американські фонди прямих інвестицій — 3 млрд доларів отримав банк Washington Mutual і 7 млрд — банк Wachovia. Надходила допомога також від ФРС — ще в грудні 2007 року вона почала видавати банкам довготермінові кредити через систему кредитних аукціонів (Term auction facility, TAF). Усе це створювало ілюзію, що ситуація стабілізується, а криза потроху стихає.

Списання проблемних активів

На початку 2008 року сек'юритизація активів повністю припинилася — попит на похідні цінні папери, які випускалися за рахунок сек'юритизації, впав до нуля. Банки втратили це джерело доходу і з'ясувалося, що на їхніх балансах збільшується обсяг проблемних активів, який сягнув 300 млрд доларів. Продати їх якщо й була можливість, то лише з величезною знижкою. Якийсь час можна було приховувати збитки за допомогою бухгалтерських маніпуляцій, але такі інструменти, як CDO, згідно з чинними правилами підлягали періодичній переоцінці. Тому приховувати падіння їхньої ринкової вартості було вже неможливо, і перед банками постала потреба уцінити свої портфелі цінних паперів.

Найбільші збитки були в інвестиційних банків. Ті з них, які створювалися за допомогою комерційних банків (Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America), могли розраховувати на допомогу з їхнього боку. А незалежні інвестиційні банки (Bear Stearns, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley) покладалися тільки на свої власні сили.

Переоцінка активів тривала також у другій половині року — 1 жовтня швейцарський банк UBS оголосив про списання активів і збитки на суму 3,4 млрд доларів через інвестиції в іпотечні облігації, що знецінюються. Наступного дня найбільший американський комерційний банк Citigroup також повідомив про списання активів і збитки на суму 3,1 млрд з тієї самої причини; 15 жовтня цьому банку довелося списати активи ще на 5,9 млрд доларів. А 24 жовтня про списання активів (тих самих іпотечних облігацій) і збитки на 8,4 млрд доларів заявив банк Merrill Lynch. Масові списання активів тривали у наступному місяці — 4 листопада Citigroup додатково списав іпотечні папери на суму близько 11 млрд доларів. Зрештою у другій половині 2007 — першій половині 2008 року загальні втрати банків становили 379,1 млрд доларів, із яких 332,2 млрд доларів пішли на списання проблемних активів, решта — на збитки за кредитами⁶⁵².

⁶⁵² Лідерами за збитками були Citigroup (42,9 млрд), UBS (38,2 млрд), Merrill Lynch (37 млрд) (Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. — С. 114).

Наприкінці травня 2008 року Міністерство торгівлі США повідомило, що за перший квартал темпи економічного зростання були лише 0,9%. Ціна житлової нерухомості впала на 14% (що було найбільшим падінням за всю історію). А колишній голова ФРС Алан Грінспен (він пішов у відставку в 2006 році й став консультантом у хедж-фонді Джона Полсона) заявив, що ймовірність рецесії в американській економіці досягає 50%.

І знову Bear Stearns

Bear Stearns (якому виповнилося 85 років), один із гігантів Уолл-стріт з 15 тисячами співробітників, здавався неприступною фортецею на Медісон-авеню. Але 14 березня 2008 року він потрапив у таку саму ситуацію, як раніше Northern Rock. Один із найбільших гравців на ринку CDO, Bear Stearns набрав величезну кількість ризикованих короткотермінових кредитів для фінансування своїх операцій на ринку іпотечно-го кредитування. Після цього банк виявився перевантаженим не тільки боргами, але й масою ризикованих «токсичних» активів — CDO. Основні збитки в Bear Stearns виникли наприкінці 2007 року, коли впали ціни на CDO з рейтингом AAA. Стало очевидним, що перспектив у банку немає.

Коли керівництво Bear Stearns оголосило, що йому довелося витратити 88% ліквідних активів після відмови кредиторів продовжити короткотермінове фінансування, поширилися чутки про дефіцит грошових ресурсів у банку. Великі інвестори вивели свої капітали з банку, після чого почалися паніка й масова втеча вкладників. Вони добре пам'ятали крах двох хедж-фондів Bear Stearns рік тому — довіра до банку похитнулася ще тоді, і зараз вони просто відмовлялися мати з ним справи. Акції банку, які на початку 2007 року коштували 172 долари, тепер із труднощами можна було продати лише за 20 доларів.

Через кілька днів банк вже був на межі дефолту. Він потребував термінового додаткового фінансування і звернувся по допомогу до ФРС. І хоча Федеральна резервна система за-

звичай не займається допомогою інвестиційним банкам, які опинилися в скрутному становищі, зараз керівництво ФРС разом із Міністерством фінансів дійшли висновку, що дефолт банку загрожує всьому американському фінансовому ринку, тому що може спровокувати масову втечу вкладників з інших банків і фінансових організацій.

Одним із головних ініціаторів допомоги Bear Stearns був Тімоті Гайтнер⁶⁵³, порівняно молодий президент Федерально-го резервного банку Нью-Йорка. Гайтнер розробив план з порятунку Bear Stearns і наданню йому державної гарантії на 29 млрд доларів, а потім умовив Джеймі Даймона з JPMorgan Chase взяти участь у цьому проєкті. Проблема була лише в самому прецеденті — ФРС до цього ніколи не виділяла фінансову допомогу приватному банку такого масштабу, і в багатьох виникало питання: «А чому допомагають саме їм, а не нам»? Після цього інші банки в схожій ситуації претендували б на фінансову підтримку ФРС.

Гайтнер добре розумів, що головною проблемою були не труднощі окремого банку (у цьому разі Bear Stearns), а зростання загального системного ризику. Це могло призвести до нових масових банкрутств, а зрештою — до великих збитків для всієї фінансової системи та економіки. Крім того, Bear Stearns був одним із великих учасників ринку кредитно-дефолтних свопів, виданих на «токсичні» активи, які обтяжували портфелі інших банків. Крах Bear Stearns і анулювання цих свопів спричинило б ланцюгову реакцію банкрутств, що могла поширюватися по всій глобальній фінансовій системі. Тому ФРС, зважаючи на посилення кризи, вирішила все ж таки втрутитися⁶⁵⁴.

⁶⁵³ Гайтнер народився в 1961 році. Його батько працював у Фонді Форда й багато їздив світом, тому дитинство та юність Гайтнера минули в країнах Африки й Азії. У школі він вчився в Банкоку, в університеті — у Пекіні. Гайтнер молодо виглядав, відрізнявся широтою поглядів і був часом прямолінійний у мові, майже як підліток. Однак це не перешкодило йому зробити запаморочливу кар'єру у фінансовому світі — у 2007 році йому пропонували стати генеральним директором Citigroup, але він обрав державну службу. З урядовими колами була пов'язана його родичка — дід по матері був спічрайтером президента Ейзенхауера. А самому Гайтнеру колись сильно допомогла протекція Генрі Кіссінджера (державний секретар США в 1973–1977 роках) — на початку свого професійного шляху Тімоті збирав матеріали для книги Кіссінджера і сподобався тому.

⁶⁵⁴ У її статуті, ухваленому в 1913 році, було положення, що дозволяло в невідкладних ситуаціях враховувати векселі будь-якої компанії (востаннє це робилося в 1930 році).

Федеральна резервна система погодилася профінансувати поглинання Bear Stearns банком JPMorgan Chase, видавши цьому банку кредит, забезпечений цінними паперами Bear Stearns. Однак ставилася умова, що ці папери не мають бути викинуті на ринок, тому що це призвело б до його обвалу. Коли ФРС надала JPMorgan Chase кредит для поглинання Bear Stearns, Гайтнер наполягав, щоб поглинання провели якомога швидше. Джеймі Даймон направив в офіс Bear триста своїх співробітників, щоб вони вивчили документацію банку та оцінили реальний стан справ. Виявилось, що проблеми з балансом Bear Stearns набагато глибші, ніж можна було подумати. Джеймі Даймон уже хотів відмовитися від поглинання, але ФРС через Гайтнера почала давити на нього, запропонувавши висунути свої умови. Зупинилися на кредиті 30 млрд під заставу самого банку Bear Stearns і відповідальності JPMorgan Chase за перший 1 млрд збитків.

Керівництво Bear Stearns розуміло, що справи йдуть до неминучого банкрутства, і було готове продати банк на будь-яких умовах. Коли Bear Stearns 16 березня прийняв пропозицію про покупку від JPMorgan Chase за 236,2 млн доларів, акції проблемного банку (які рік тому коштували 172 долари, а за місяць до початку проблем — 93 долари) знизилися з 20 до 2 доларів. Опинившись у безвихідній ситуації, Bear Stearns був змушений погодитися на умови JPMorgan Chase. Щоправда, після численних протестів акціонерів ціна була переглянута й підвищена до 10 доларів за акцію, але однаково акціонери мали величезні збитки⁶⁵⁵. Однак інтереси кредиторів і контрагентів банку були повністю задоволені.

Чутки про те, що Bear Stearns купили дуже дешево, та ще за допомогою уряду США, швидко поширилися фінансовими ринками, збільшуючи загальну напруженість. Були розмови, що деякі управляючі хедж-фондами «систематично топили Bear Stearns, виводячи звідти свої брокерські рахунки», купували кредитно-дефолтні свопи, роблячи ставку на банкрутство, «а потім проводили короткі продажі акції банку», після чого група «ведмедів», які знищили Bear, зі-

⁶⁵⁵ Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. — N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. — P. 56.

бралася на сніданок у готелі Four Seasons на Манхеттені, де вони «пили приготовлену з [горілки] Crystal по 350 баксів за пляшку “Мімозу”, відзначаючи успіх»⁶⁵⁶.

Після історії з Bear Stearns ФРС вирішила не обмежитися одиничним втручанням і почала забезпечувати інші інвестиційні банки ліквідними та надійними короткотерміновими казначейськими векселями, переданими банкам під заставу менш ліквідних активів, що нагромадилися на їхніх балансах. Це допомогло трохи зменшити нестачу ліквідності.

Проблеми Fannie Mae

Вартість нерухомості продовжувала падати — у травні індекс цін на нерухомість S&P опустився на 15,8 % порівняно із травнем минулого року. У Великій Британії зниження цін на нерухомість також стало рекордним — 31 липня було оголошено, що воно досягло 8 % за рік⁶⁵⁷. Обвалилися ціни і на акції найбільших американських іпотечних агентств Fannie Mae і Freddie Mac, після чого вони опинилися на межі банкрутства. Не допомогли ані постійна допомога з боку держави, ані наймогутніше лобі в урядових колах, ані тривалий досвід роботи, набутий за кілька десятиліть.

⁶⁵⁶ Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. — М.: Астрель, 2012. — С. 39.

⁶⁵⁷ Наприкінці квітня 2008 року комерційний банк Royal Bank of Scotland оголосив про безпрецедентний за масштабами випуск акцій на 12 млрд фунтів, одночасно повідомивши про списання проблемних активів на 5,9 млрд фунтів. А 14 травня про додаткову емісію акцій на 300 млн фунтів оголосив англійський іпотечний банк Bradford & Bingley. Раніше він забезпечував своє фінансування через ринки капіталу, але за умов кризи це стало неможливим. А крім того, банк був обтяжений величезним портфелем проблемних деривативів, які за початковим задумом мали хеджувати його кредити. Виникла загроза дестабілізації всього британського ринку деривативів. Bradford & Bingley вдалося трохи покращити свої справи 2 червня після продажу за 170 млн фунтів великого (23 %) пакету акцій компанії Texas Pacific Group. Але основні проблеми залишилися, і в жовтні 2008 року банк націоналізували, після чого він перейшов під контроль британського уряду.

Агентства володіли приблизно половиною із усіх іпотечних кредитів (загальна сума яких досягала тоді 12 трлн доларів) — 5,2 трлн. Після банкрутств іпотечних позичальників збитки агентств із середини 2007 до середини 2008 року досягли 14,9 млрд доларів. А у вівторок 15 липня 2008 року фінансові ринки швидко облетіла тривожна звістка про майже повний крах найбільшого іпотечного агентства Fannie Mae — менше ніж за добу акції впали в ціні майже вдвічі, з 12,87 до 6,82 долара, хоча в 2007 році їхня звичайна ціна була близько 70 доларів⁶⁵⁸.

У передкризові роки Fannie Mae і Freddie Mac відійшли від початкової мети свого створення — допомагати небагатим клієнтам отримувати іпотечні кредити. Ці два агентства, підтримувані державою, стали масово скуповувати іпотечні заставні в тінювих банків. З 2002 по 2007 рік кількість заставних на балансах обох компаній зросло на 100%. На відміну від Lehman Brother або Merrill Lynch сек'юритизацією вони не займалися, чомусь вважаючи, що самі по собі заставні добре підходять для вкладення капіталів. Коли на іпотечному ринку почався спад, збитки Fannie Mae і Freddie Mac стали швидко збільшуватися.

Під іпотечні заставні обидві компанії набрали величезні кредити. Вони одержували їх від уряду на вигідних умовах — поточна ставка LIBOR мінус 20 базисних пунктів (0,2%), після чого позичали гроші іншим клієнтам з розрахунку поточна ставка LIBOR плюс 180 базисних пунктів (1,8%). Сукупні борги компаній були набагато більшими, ніж навіть у Lehman Brothers, і перевищували 5 трлн доларів — у 65 разів більше їхнього власного капіталу. Таким чином ці компанії перетворилися на щось подібне до величезних підтримуваних державою хедж-фондів, які заробляли на різниці відсотків.

Через загрозу банкрутства іпотечних агентств року міністр фінансів запропонував 11 липня 2008 встановити над ними державний контроль. Однак це могло створити безліч ускладнень — із загального обсягу іпотечних кредитів, що належали агентствам, близько 700 млрд становили проблемні позики. Крім того, безліч кредитів на суму близько 1 трлн до-

⁶⁵⁸ Із серпня 2007 по серпень 2008 року їхня ціна опустилася ще більше — у Fannie Mae з 70 до 3,53 долара, у Freddie Mac — з 67 до 2,26 долара.

ларів були видані за спрощеними правилами і тому теж могли стати в будь-який момент проблемними. Загальний обсяг «токсичних» активів в агентствах міг досягати 2 трлн доларів, і прийняття таких боргів на баланс Казначейства США означало, що державний борг значно зросте. Через це рейтингове агентство S&P заявило, що у разі націоналізації Fannie Mae і Freddie Mac йому доведеться знизити рейтинг американських державних цінних паперів.

Крім того, у боргові зобов'язання двох іпотечних агентств інвестували свої капітали (на суму майже 1 трлн доларів) центральні банки різних країн. Основна частина цих інвестицій припадала на Китай (близько 800 млрд доларів), тому банкрутство агентств дестабілізувало б усю світову фінансову систему. Сама можливість таких збитків ставила під сумнів увесь план рефінансування агентств на 223 млрд доларів (120 млрд для Fannie Mae і 103 млрд для Freddie Mac), тому що передбачалося, що ці кредити мають бути погашені агентствами у вересні-жовтні 2008 року. Зрозуміло, що при тих величезних втратах, які вже виникли, погасити ці кредити вони були не в змозі.

Перспективи були безрадісні, і 30 липня президент Дж. Буш підписав указ, яким Казначейству було надано право або фінансувати обидва агентства до кінця 2008 року, або націоналізувати їх. А 6 вересня поширилися чутки, що іпотечні агентства вирішили націоналізувати⁶⁵⁹ — їхніх менеджерів звільнять, і все керівництво перейде до уряду. Держава внесла в капітал агентств 25 млрд доларів термінової допомоги та надала кожному з них по 100 млрд доларів кредиту до кінця 2009 року. Склалося враження, що уряд готовий фінансувати борги агентств і надавати їм стільки капіталів, скільки буде потрібно. Однак на практиці рішення щодо їхньої подальшої долі потрібно було ухвалювати вже новому президентові, Бараку Обамі, обраному в листопаді 2008 року.

⁶⁵⁹ Ринок відреагував на це своєрідно — на ньому з'явилися кредитно-дефолтні свопи терміном на п'ять років на американські державні облігації (які вважалися світовим еталоном надійності).

Тож що відбулося з Merrill Lynch?

Коли почав надуватися пазир на ринку іпотечних кредитів, у Merrill Lynch (одному з найбільших банків з майже столітньою історією) не було жодних помітних проблем. Цей заснований у 1914 році інвестиційний банк (а точніше, фінансовий конгломерат), один із найстаріших у США, був знаменитий не тільки традиціями корпоративної культури, але й великою мережею філій по всій Америці, де працювало 16 тисяч фінансових консультантів. На відміну від інших банків, що орієнтувалися переважно на великих інституційних інвесторів, Merrill Lynch ще від часів його засновника Чарлі Меррілла, спеціалізувався на обслуговуванні безлічі дрібних індивідуальних інвесторів, старанно нагромаджуючи їхні скромні заощадження. Завдяки цій мережі фінансових брокерів більшість великих корпорацій, що продавали свої акції дрібним приватним інвесторам, користувалися послугами Merrill Lynch як посередника.

У 1970-х роках у телевізійній рекламі банку показували стадо биків, які швидко кудись бігли, а мережу брокерів образно називали «величезним стадом Меррілла». З того часу образ бика (а разом із ним — гри на підвищення) став асоціюватися з Merrill Lynch. Рекордним для «величезного стада биків» Меррілла був 2006 рік — прибуток банку досяг 7,3 млрд доларів (у 2005 році — 5 млрд). Коли почався іпотечний бум і всі великі банки захопилися випуском CDO, одержуючи на цьому чималий прибуток, не відставав і Merrill Lynch. Так банк опинився серед основних емітентів ризикованих субстандартних⁶⁶⁰ іпотечних облігацій.

Іпотечними паперами займався відділ інструментів з фіксованою прибутковістю, який очолював елегантний і впевнений в собі Осман Семерджі, турок за походженням⁶⁶¹.

⁶⁶⁰ Субстандартними тоді називали цінні папери, які за ризиками та надійністю знаходилися нижче стабільного «стандартного» рівня.

⁶⁶¹ Батько Семерджі був генерал-майором турецької армії та, за чутками, працював на якійсь високій посаді у турецькій розвідці. Це створювало навколо Семерджі атмосферу таємничості, заповнену натяками на те, що він нібито має якісь особливі, приховані важелі впливу. Сам Семерджі розповідав, що починав свій шлях із продажу турецьких килимів іноземним туристам, у чому досяг успіху.

Цей 38-річний трейдер прославився в Токіо й Лондоні своїми майстерними продажами фінансових інструментів з фіксованою прибутковістю. У звіті за перший квартал 2007 року Семерджі заявляв, що його відділ показав 36 % зростання прибутку порівняно з аналогічним періодом минулого року (в Morgan Stanley зростання прибутку було 31 %, у Goldman Sachs — 20 %) при рівні ризику лише 2 %.

Як потім виявилося, Семерджі сильно недооцінював ризик. У першому кварталі 2007 року компанія Merrill Lynch випустила CDO на 34,2 млрд доларів, випередивши всіх (банк Citigroup випустив цих паперів на 30,1 млрд; водночас могутній Goldman взагалі припинив проводити операції з CDO, що дуже показово. Але пишатися Семерджі було нічим — у цей час усі основні учасники ринку вже почали обмежувати свої позиції по CDO. Продати вдалося лише невелику частину цих паперів, і величезний пакет на 31 млрд безнадійно завис на балансі Merrill Lynch у той час, коли ціни на CDO вже падали. Капіталізація банку, яка тоді ще не почала знижуватися, становила близько 100 млрд доларів, але обсягів цього пакета паперів на 31 млрд було достатньо, щоб повністю обвалити банк.

Мабуть, Семерджі, як людина темпераментна, надто захопився випуском CDO, а коли ціни на ці інструменти стали знижуватися, гордий східний характер не дозволив йому визнати допущену помилку, і він почав приховувати реальний стан справ із CDO. Керівництво банку терпіло поведінку Семерджі, тому що його відділ давав великий прибуток, і виправдовувало себе тим, що деякі найуспішніші трейдери (хоча б знаменитий Льюїс Раньєрі з Salomon Brothers) славилися особливостями характеру та ексцентричною поведінкою. Але все це зрештою призвело до великих проблем для Merrill Lynch.

Очевидно, Семерджі підвело надмірне прагнення до особистого збагачення, отримуючи великі комісійні під час випуску CDO. А щоб вони були справді великими, пакети CDO мали бути на мільярдні суми⁶⁶². Мабуть, саме це заважало трейдеру побачити реальний стан справ на ринку, тому що якби він його побачив, то хвилювався б не про власні амбі-

⁶⁶² Лише за рік роботи відділ Семерджі створив CDO більше ніж на 70 млрд доларів, з яких успішно продали на 40 млрд.

ції, а про те, що може втратити взагалі все⁶⁶³. Як, зрештою, і сталося — на початку жовтня 2007 року Османа Семерджі звільнили. Незабаром він полетів до Лондону, де знайшов для себе непогану роботу в групі хедж-фондів Duet. Завдяки старанням його адвокатів, у Семерджі навіть залишилися премія за 2006 рік, 15 млн доларів, виплачена акціями Merrill Lynch.

А от для Merrill Lynch проблеми, створені турком, тільки починалися. На початку жовтня 2007 року довелося списати проблемні активи на 4,5 млрд доларів, але загальні збитки за жовтень становили 7,5 млрд доларів. Для покриття збитків продали підрозділ комерційного банкінгу, а частину акцій компанії на 6 млрд доларів купив сингапурський інвестиційний фонд Temasek Holdings. Попри це, збитки продовжували зростати — за друге півріччя 2007 року й перше півріччя 2008 року вони досягли 19,2 млрд доларів. Тому 30 липня 2008 року Merrill Lynch оголосив про готовність продати свій портфель CDO номінальною вартістю 30,6 млрд доларів за 6,7 млрд (лише 22% від номіналу). На той час, із середини 2007 по середину 2008 року, банку довелося списати проблемні активи на 46 млрд доларів.

У вересні 2008 року почалися переговори щодо придбання Merrill Lynch фінансовим конгломератом Bank of America, який давно проявляв інтерес до поглинання Merrill Lynch, і в листопаді було ухвалене рішення про угоду. Іншого виходу в Merrill Lynch уже не було — керівництво банку найбільше лякала перспектива повного банкрутства, як у випадку Lehman Brothers. У грудні 2008 року, коли став відомий розмір збитків Merrill Lynch у четвертому кварталі — 21 млрд доларів, Bank of America спробував відмовитися від угоди. Але втрутилися Міністерство фінансів і ФРС⁶⁶⁴, які пообіцяли, що Bank of America отримає велику фінансову допомогу, якщо поглинання буде проведено в потрібний термін. До 1 січня 2009 року угода була завершена. «Якби банкірів Merrill Lynch залишили один на один з ринком, тобто якби Bank of America не прийшов на порятунок, їх викинули б на вулицю ні з чим. Однак безпосередньо перед поглинанням вони встигли нарахувати собі значні бонуси, які Bank of America довелося їм

⁶⁶³ Докладніше про Семерджі див.: Фаррелл Г. Крах титанів / Г. Фаррелл. — М.: Альпіна паблішер, 2012. — С. 30–51.

⁶⁶⁴ Вони не були зацікавлені, щоб банк Merrill Lynch повністю збанкрутував, як Lehman Brothers.

виплатити. Це було... дуже несправедливо. Належні мені акції банку, який я допомагав будувати дев'ять років, пішли в каналізацію, а ці виродки нарахували собі рекордні бонуси»⁶⁶⁵.

American International Group (AIG): на межі краху

Ранком 16 вересня 2008 року на 60% знизилися в ціні акції AIG (American International Group) — вісімнадцятої за величиною страхової компанії світу, розташованої у своїй, здавалося б, неприступній фортеці — 64-поверховому будинку на Уолл-стріт. AIG стала одним з основних учасників ринку кредитно-дефолтних свопів і зобов'язалася виплатити в разі потреби мільярди доларів за ними.

Історія компанії почалася в 1940-х роках, коли її засновник Корнеліус Вандер Старр після закінчення війни поїхав до Шанхаю, щоб там продавати страхові поліси. Йому було лише двадцять сім, він хотів почати власну справу, і в Китаї перед ним відкрилися великі можливості. На ринку страхових послуг там домінували британці, але вони продавали поліси тільки для експатів і працівників західних компаній. А Старр почав продавати поліси китайцям. Хтозна, якою могла бути його подальша доля в Китаї, але в 1948 році там прийшли до влади комуністи, і Старру довелося виїхати в Японію. За підтримки Дугласа Макартура, командуючого американськими окупаційними військами, Старр продавав страховки американським військовим, і його справи були на підйомі.

У 1976 році, коли Старру було вже 76 років, він передав бізнес Морісу Раймонду Грінбергу, який перетворив страхову компанію Старра на той гігантський конгломерат, яким American International Group стала до початку XXI століття. Грінберг, як і Старр, починав свій шлях з нуля. Його батько був таксистом у Нью-Йорку, а сам він, повернувшись додому

⁶⁶⁵ Льюис М. Flash Boys: высокочастотная революция на Уолл-Стрит / М. Льюис. — М.: Альпина Паблишер, 2015. — С. 122.

після участі у Другий світовій, а потім у Корейській війні, став учнем страхового агента в Continental Casualty. Там Грінберг виріс до помічника віцепрезидента компанії. А з 1960 року він працював у Старра. Саме завдяки Грінбергу AIG стала однією з найбільших у світі компаній з капіталізацією близько 80 млрд доларів і активами на 1 трлн доларів. Тоді казали, що стиль керування компанією в Грінберга надто авторитарний — можливо, так і було, але свої мети він досяг.

Поки AIG займалася страхуванням життя, вона одержувала стабільно високий прибуток, була найбільшою американською страховою компанією і не мала проблем. Але все змінилося, коли AIG почала страхувати іпотечні облігації. А точніше, коли в AIG з'явився новий підрозділ — AIG Financial Products (AIG FP). Саме там почалися ризиковані операції, які могли знищити всю компанію.

AIG Financial Products

Учасники ризикованих іпотечних паперів щороку брали нові й нові кредити по пів мільярда доларів, але коло тих, хто перерозподіляв ризики за цими кредитами, було дуже обмежене. Основним джерелом кредитно-дефолтних свопів на іпотечні папери якраз був підрозділ AIG — Financial Products Corporation. Підрозділ виник у 1987 році, коли в AIG прийшов Говард Сосін (у минулому вчений-фінансист, що працював колись у компанії Bell Labs). А прийшов він, до речі, з тієї самої компанії Drexel Burnham Lambert, яка незабаром збанкрутувала після скандалу навколо Майкла Мілкена. Сосін вчасно відчув, що над Drexel збираються темні хмари, і перемістився в AIG разом із командою із тринадцяти співробітників Drexel, серед яких був і 32-річний Джо Кассано.

Незабаром невеликий підрозділ адаптувався на новому місці, а потім почав давати високий прибуток, як і в Drexel. Сосін у стилі традицій компанії Drexel зробив ставку на операції з перенесення ризику й процентні свопи, що стали популярними в ті роки. Тоді складних ризиків було чимало у фінансовій системі, і AIG FP у величезних кількостях брала на себе ці ризики, спираючись на капітали та найвищий кредитний рейтинг материнської компанії — AIG. Здавалося б, що

тут такого — страхова компанія страхує ризики, імовірність настання яких була об'єктивно малою. Такими операціями займалася не тільки американська AIG FP, а й багато великих страхових компаній в Європі — Zurich Re FP, Swiss Re FP, Credit Suisse FP, Gen Re FP.

А секрет діяльності групи Сосіна (яка, по суті, виконувала роль невеликого хедж-фонду при AIG) був у можливості дешевше брати кредити завдяки найвищому кредитному рейтингу AIG (AAA). Грінберг з обережністю спостерігав діяльність групи Сосіна, пам'ятаючи про банкрутство Drexel і голосний скандал навколо Майкла Мілкена. Розуміючи, що при такому ставленні до нього Сосін скоро може піти, Грінберг, вражений прибутковістю FP, став відстежувати всі операції Сосіна, щоб зрозуміти, як той працює. Коли в 1993 році Сосін все ж таки пішов з компанії, забравши свою частку (200 млн доларів), це ніяк не вплинуло на прибутковість підрозділу. Понад 15 років AIG FP давала стабільно високий прибуток, і ніщо не вказувало на те, що ці операції можуть бути ризикованими.

Джо Кассано

Грінберг після звільнення Сосіна умовив Джозефа Кассано залишитися в FP і стати директором з операцій. Енергійний і часто різкий у словах, Кассано був зовсім не схожий на Сосіна. Свій шлях у фінансовому бізнесі Джо починав із самих низів. «Син поліцейського, він спеціалізувався на політології в Бруклінському коледжі», а потім прославився манією тотального контролю й беззаперечного підпорядкування. Основну частину своєї кар'єри спершу в Drexel Burnham, а потім в AIG FP, Кассано «провів не серед трейдерів облігаціями, а в бек-офісі», який не працює з клієнтами. Він демонстрував «невгамовне прагнення до фінансового ризику й мав талант пригнічувати людей, які сумнівалися в його таланті... Джо спершу всіх принижував, а потім намагався піддобрити величезними грішми»⁶⁶⁶, щедро роздаючи наприкінці року бонуси.

⁶⁶⁶ Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. — М.: Альпина Паблишер, 2011. — С. 100.

Кассано постійно розповідав усім, що це «його» компанія, усі гроші теж його, і він робить співробітникам велику послугу в тому, що взагалі бере їх на роботу в «свою» компанію. Будь-які дискусії в компанії припинилися — правий міг бути тільки Джо, і це не обговорювалося. При цьому сам він не дуже розбирався в тонкощах того бізнесу, яким займалася AIG FP.

Занурення в світ CDS

Наприкінці 1997 року, після початку хвилі азійських криз, Кассано задумався про нові способи захисту активів і довідався про фінансовий інструмент, недавно розроблений в J. P. Morgan⁶⁶⁷ — кредитно-дефолтний своп, що був, по суті, страховкою на випадок дефолту кредитів або боргових інструментів.

Однак спершу AIG FP вийшла в 1998 році на ринок корпоративних дефолтних свопів. Імовірність одночасного дефолту великої кількості компаній з високими рейтингами справді мала, і цей бізнес став вигідним для всіх. Компанії могли бути спокійні, застрахувавши ризики, водночас AIG FP одержувала свій прибуток від такого страхування. У 2001 році цей прибуток досяг 300 млн доларів на рік, 15 % від усього прибутку материнської компанії AIG.

На початку 2000-х років дефолтні свопи почали більше використовувати для страхування кредитів (заборгованостей за кредитними картками, автомобільних кредитів тощо), і тепер це вже були кредитно-дефолтні свопи. А з кінця 2004 року в центрі уваги AIG FP опинилися іпотечні кредити. Кредитно-дефолтні свопи на іпотечні облігації продавалися лише за 0,12 % на рік від вартості облігацій. За чотири роки їхня частка в застрахованих кредитах зросла з 2 % до 95 %. Лише за декілька місяців 2007 року AIG FP застрахувала від дефолту низькоякісні іпотечні облігації з рейтингом BBB на 50 млрд доларів.

⁶⁶⁷ Ідею кредитно-дефолтних свопів запропонувала Блайт Мастерс, що входила в коло топменеджерів банку (в 2004–2007 роках вона стала головним фінансовим директором J. P. Morgan's Investment Bank (Fitzpatrick D. J. P. Morgan Commodities Chief Takes the Heat / D. Fitzpatrick // The Wall Street Journal. — 2010. — 9 Oct.).

Кассано був настільки заінтригований CDS, що доручив своїм аналітикам розібратися в усіх тонкощах нового інструменту. Оскільки одночасний дефолт за великою кількістю кредитів малоімовірний, CDS могли забезпечувати легкий і безпечний (як тоді здавалося) прибуток. Щоправда, великі можливості вони надавали і для гравців на зниження, але Кассано про це не замислювався. І коли він у 2001 році повністю очолив AIG FP, вона почала все глибше занурюватися в бізнес кредитно-дефолтних свопів, тягнучи за собою материнську компанію. Незабаром AIG стала одним з основних у світі учасників цього ринку. Бренд знаменитої страхової компанії приваблював багатьох, і клієнти масово пішли до Кассано⁶⁶⁸.

Коли Goldman Sachs застрахував свої можливі збитки за низькоякісними іпотечними облігаціями на суму 20 млрд доларів, AIG FP лише за кілька мільйонів доларів прибутку на рік взяла на себе реальний ризик на 20 мільярдів. Чим мотивували свої дії люди з AIG FP — не дуже зрозуміло. А от у трейдерів Goldman з'явилася можливість придбати в AIG FP кредитно-дефолтні свопи на випущені тим самим Goldman CDO, після чого спокійно почати гру на зниження, знаючи, що всі збитки застраховані кредитно-дефолтними свопами. Не дивно, що цю схему потім назвали «великою грою на зниження». До речі, керівництво Goldman Sachs так і не змогло зрозуміло пояснити, навіщо вони це робили. Хоча пояснення очевидне й напрошується саме собою: прагнення отримати прибуток за будь-яку ціну.

Не знаю, що насправді думав Кассано в 2007 році, коли на ринку іпотечних кредитів почала зростати напруженість, але в серпні він заявив: «Нам важко навіть уявити сценарій, коли ми втратимо хоча б долар у кожній із цих операцій»⁶⁶⁹. Схоже, він справді не усвідомлював назріваючих проблем. Доходи материнської компанії зросли в 2002–2007 роках з 59 до 115 мільярдів доларів — багато в чому завдяки діяльності групи Кассано та операціям із кредитно-дефолтними свопами. Однак AIG зв'язалася з надзвичайно ризикованою справою, очевидно, не розуміючи до кінця можливі наслідки.

⁶⁶⁸ Morgenson G. Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk / G. Morgenson // The New York Times. — 2008. — Sept 27.

⁶⁶⁹ Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. — М.: Астрель, 2012. — С. 171.

AIG FP продавала кредитно-дефолтні свопи всім охочим, і ніхто не міг висловити ані найменшого сумніву в тому, що робив Кассано. Не дивно, що коли хтось із трейдерів або топменеджерів AIG FP замислювався про те, що вони вплуталися в надто небезпечну гру, він не насмільовався сказати про це, знаючи, що розіллє Кассано.

Однак один із топменеджерів AIG FP, Джин Парк, все ж таки вирішив з власної ініціативи проаналізувати застраховані іпотечні кредити. Він з'ясував, що кредитні пули, які вважалися диверсифікованими, насправді такими не були і склалися переважно з низькоякісних іпотечних кредитів. Ті, хто ухвалював рішення щодо продажу CDO, чомусь вважали, що частка ризикованих позик не перевищує 10–20%. Однак трейдери AIG FP добре знали, що насправді це не так, і частка таких кредитів досягла 95%.

Коли Парк сказав про це Кассано, той, як зазвичай, почав кричати. Його логіка була простою — CDO отримали рейтинг AAA від провідних рейтингових агентств, тому і говорити тут немає про що. Парку все ж таки вдалося (хоч із труднощами) донести до свідомості боса, що його компанія, по суті, мала величезну довгу позицію на 50 млрд доларів у синтетичних іпотечних деривативах. А іпотечні облігації, які були в основі цих деривативів, мали низький реальний рейтинг — BBB. Втім, Кассано однаково не вірив, що ціни на нерухомість можуть упасти одночасно у всій країні.

Нарешті після тривалих дискусій Кассано усвідомив, що проблема справді є, і тоді він вирішив більше не продавати кредитно-дефолтні свопи. До того ж при загальному річному прибутку AIG FP у 2006 році 2 млрд доларів частка прибутку від цих свопів становила лише 180 млн на рік. Але величезна довга позиція у вже виданих кредитно-дефолтних свопах залишилася.

AIG FP страхувала іпотечні облігації за номіналом і брала на себе зобов'язання виплатити мільярди доларів, якщо ціна облігацій упаде до 60 або 70% від номіналу. Очевидно, керівництво компанії вважало, що цього ніколи не відбудеться, тому що воно вірило в надійність сек'юритизації та в стабільність CDO (особливо з рейтингом AAA), випущених такими відомими банками, як Lehman Brothers, Merrill Lynch, Bear Stearns, Citigroup. У цьому й була основна помилка. Тоді у рейтингах CDO ще ніхто не сумнівався, і ніхто не виділяв до-

даткові капітали на забезпечення кредитно-дефолтних свопів на той випадок, якщо вартість CDO почне падати. Дивна наївність для ринку цінних паперів, уся історія якого показує, що на ньому не буває нічого непорушного, і найнадійніші папери стабільні лише деякий час, хоча іноді й довго.

Коли керівництво AIG FP призупинило продаж кредитно-дефолтних свопів на іпотечні облігації, воно вважало, що достатньо підстрахувалося від можливих збитків. І це була ще одна помилка — адже довга позиція на 50 млрд доларів у кредитно-дефолтних свопах нікуди не зникла. Хоча втрат за найбільш проблемними і ненадійними CDO, випущеними в 2006 і 2007 роках, справді вдалося уникнути. Самовпевненість керівництва AIG була заснована на тому, що в компанії була не тільки дуже низька заборгованість, а й 40 мільярдів доларів на рахунках. Плюс активи в управлінні на один трильйон доларів. Тому в AIG вважали, що з ліквідністю в них проблем не буде.

Після того як ціни на іпотечні облігації почали падати в 2007 році, AIG опинилася в дуже небезпечній ситуації — наближався момент, коли компанії доведеться платити за застраховані CDO величезні суми, яких вона не мала. У такому становищі опинилися всі компанії, що займалися страхуванням іпотечних паперів, — AMBAC Financial Group, MBIA та інші. Goldman Sachs (один із найбільших контрагентів AIG), а за ним і Merrill Lynch, стали вимагати від AIG виділення багатомільярдних сум як додаткової застави. Але Кассано поводитися з ними неадекватно й нахабно. Він казав 5 грудня 2007 року: «Час від часу від нас вимагають застави. А ми відповідаємо: “Не згодні з вашими цифрами”. Вони зітхають ... а потім йдуть собі»⁶⁷⁰.

Однак тим часом Pricewaterhouse Coopers, головний аудитор AIG, доручив страховій компанії переоцінити всі кредитно-дефолтні свопи з урахуванням останніх змін на ринку. Після цього суму збитків за листопад-грудень 2007 року довелося підвищити з 1 до 5 млрд доларів. І більшість цих збитків

⁶⁷⁰ «Усі вважають, нібито в Goldman працюють дуже розумні люди», — продовжував він у такому ж стилі. «Якщо вони говорять, що це правильна оцінка» вартості іпотечних паперів, то ви «не маєте вірити цьому тільки тому, що в Goldman так сказали. Мій брат працює в Goldman, і він ідіот» (Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. — М.: Астрель, 2012. — С. 172).

були пов'язані саме із групою Кассано. Керівники AIG обговорювали між собою, що Джо потрібно просто звільнити. Однак після тривалих дискусій вирішили все ж таки залишити його консультантом, тому що без нього було важко розібратися в угодах FP. Оскільки Кассано одержував по мільйону доларів на місяць, це був просто золотий VIP-консультант.

Через роки, коли хід подій проаналізували, висловлювалася думка, що саме Джо Кассано був однією із ключових фігур, які підштовхнули світ до кризи. Чи так це? Очевидно, що циклічні кризи — невід'ємна частина ринкової економіки. Також очевидно, що коли на ринках зростає напруженість і роздувається спекулятивний пузир, то дії окремих людей вже не мають особливого значення — пузир однаково лопне, і вчинки людей можуть лише прискорити або відкласти в часі цей момент. І все ж таки...

Що було б, якби Кассано разом із Сосіним з їхнім ризикованим стилем операцій, засвоєним у Drexel за часів Майкла Мілкена, не прийшли в AIG? Ймовірно, AIG — страхова компанія, а не інвестиційний банк, — не стала б зв'язуватися із кредитно-дефолтними свопами, тим більше в таких обсягах. А Кассано в іншому місці, у якомусь банку (скажімо, в Goldman), може, і не дали б розвернутися в тих масштабах, як в AIG.

Критичність усієї цієї ситуації з горою кредитно-дефолтних свопів, що загрожували обвалити AIG, була в тому, що на відміну від якогось інвестиційного банку (доля якого за межами фінансового світу, прямо скажемо, мало кого хвилювала), з AIG були пов'язані страхові договори величезної кількості індивідуальних клієнтів. Тому банкрутство компанії створило б набагато більшу напруженість у суспільстві, ніж банкрутство будь-якого банку.

Наступного дня після краху Lehman, 16 вересня 2008 року, паніка охопила всі світові ринки — банки перестали видавати кредити не тільки компаніям, а й один одному. Але головне — рейтингові агентства понизили рейтинги багатьох іпотечних паперів. Їхні власники стали вимагати від AIG додаткове забезпечення, але таких грошей у компанії просто не було. Акції AIG одразу ж упали до 1,25 долара, що було на 95 % нижче від звичайної ціни за останній рік. Таким чином компанія опинилася на межі банкрутства і вже не могла робити страхові виплати.

Крах AIG, до того ж одразу за банкрутством Lehman Brothers, міг призвести до розвалу всієї американської фінансової системи, і уряд вирішив націоналізувати страхову компанію, витративши на її порятунок 85 млрд доларів⁶⁷¹. ФРС видала AIG кредит на цю суму, але за умови, що 79,9% акцій будуть надані як застава, а кажучи іншими словами — перейдуть у власність держави. Відсоток за цим кредитом був чималим — 11,5%, що мало вигляд явного лихварства.

У ФРС сподівалися, що 85 млрд доларів (суми, що перевершувала річні бюджети Сінгапуру й Тайваню разом узяті) буде достатньо, щоб загальмувати кризу⁶⁷². Однак на цьому справа не закінчилася, і загальна сума кредитів, наданих AIG американським урядом, досягла 223 млрд доларів. Якщо поділити таку суму на кількість родин, це було б еквівалентно тому, якби кожна американська родина дала зі свого бюджету 2000 доларів на порятунок корпорації.

А чим займався в цей час Goldman?

У тіні роздутого бренду

Компанія, що дістала згодом назву Goldman Sachs, була однією з найстаріших на Уолл-стріт. Її заснував у 1869 році Маркус Голдман, який переселився з Німеччини до Америки в 1848 році. Спершу Голдман займався торгівлею одягом (так само починали і Лемани, і Лазарди) у Філадельфії, а пізніше,

⁶⁷¹ За рахунок цих грошей AIG змогла погасити свої борги за кредитно-дефолтними свопами банків (22,4 млрд доларів), деривативам (27,1 млрд) та інші борги за цінними паперами (43,7 млрд доларів).

⁶⁷² В обговоренні цього плану брав участь Ллойд Бланкфейн, генеральний директор одного з найбільших банків Goldman Sachs. Цей банк не тільки володів великим пакетом акцій AIG, але й був основним контрагентом цієї страхової компанії в операціях із кредитно-дефолтними свопами на 10 млрд доларів. Коли повідомлення про допомогу AIG досягло біржі, індекс Доу-Джонса зріс на 154 пункти, але оскільки загальна нестабільність нікуди не зникла, наступного дня він знову знизився на 447 пунктів.

переселившись до Нью-Йорка, вирішив спробувати сили у фінансовому бізнесі й відкрив власну маленьку контору з вивіскою «Маркус Голдман, банкір і брокер».

Свого розквіту банк досяг на початку 2000-х років⁶⁷³, коли ним керував Генрі Полсон (який став потім міністром фінансів). Генеральний директор Goldman Sachs, про багатство якого ходили легенди, був своєрідною фігурою для американського фінансового світу. Він здавався всім незрозумілим аскетом, який не виявляв інтересу до способу життя мільйонерів, та ще й витрачав свої особисті гроші на охорону природи. Полсон із дружиною Венді уникали уолл-стрітських тусовок і проводили вільний час, спостерігаючи за птахами в Центральному парку Нью-Йорка. Жили вони в порівняно невеликій, як на людей їхнього кола, квартирі, Полсон носив дешевий пластиковий годинник і їздив на скромній машині Toyota Prius 1997 року випуску.

У Goldman Sachs він прийшов у 1973 році на посаду молодшого інвестиційного банкіра, отримуючи в чиказькому відділенні банку 30 тисяч на рік. Там він швидко піднявся, ставши в 1982 році партнером. У вересні 1994 року, коли зростання процентних ставок в усьому світі погано вплинуло на банк (його прибуток знизився на 60% тільки за першу половину року, що було справжнім скандалом), виконавчий директор Стів Фрідман пішов у відставку, а разом із ним і 36 партнерів. Рада директорів вирішила обрати Джона Корзайна президентом банку, а Генрі Полсона — головним операційним директором. А з 1999 по 2006 рік Полсон був виконавчим (іншими словами — генеральним) директором Goldman Sachs, де він працював загалом 32 роки.

Коли Генрі Полсон став міністром фінансів, він підписав докладну «етичну угоду» на шести сторінках, яка забороняла йому в будь-якій формі брати участь у справах Goldman

⁶⁷³ Однією з головних фішок банку в ті роки було використання «чорних скриньок» для алгоритмічного трейдингу й технологій «високочастотного трейдингу» (High Frequency Trading, HFT), які надавали можливість проводити операції за частки секунди. Банк переманював до себе найкращих програмістів, переважно вихідців із колишнього СРСР. Втім, за словами одного з них, Сергія Алейнікова, становище у світі високочастотного трейдингу було насправді ненадійним через застаріле програмне забезпечення. А витрачати гроші на створення нової системи електронного трейдингу банк не хотів, тому невеликі HFT-компанії з сучаснішими трейдинговими системами перевершували його за швидкістю операцій.

Sachs, поки він буде міністром (Полсон перебував на цій посаді з 2006 по 2009 рік, коли його перемінив Тімоти Гайтнер). Цим він усував можливий конфлікт інтересів, хоча з урахуванням ролі Goldman Sachs у фінансовій системі США Полсон обмежував свої можливості впливати на фінансовий світ. Тому надалі він неодноразово намагався делікатно обійти це обмеження⁶⁷⁴.

У 2000-х роках Goldman вважали найприбутковішим інвестбанком на Уолл-стріт. А конкуренти говорили, що компанія одержує більше, ніж заслуговує через свій штучно роздутий бренд. Хоча Goldman Sachs зазвичай заздрили конкуренти у фінансовому світі, щодо фінансових інновацій він, попри весь свій пафосний імідж, так і не став лідером. Він був більше схожий на Microsoft, ніж на Apple.

Ллойд Бланкфейн, який керував банком з 2006 року, напевно, у глибині душі дивувався і своєму власному швидкому підйому, і стрімкому зростанню банку. Бланкфейн почав свій шлях у бідній частині Брукліну в нічим не примітній єврейській родині. Його батько був поштовим службовцем, мати — секретарем, а сам він у дитинстві торгував газованими напоями на футбольних матчах. Але в школі Бланкфейн навчався добре, був кращим у класі, а в 1971 році одержав стипендію для навчання в коледжі при Гарвардському університеті. У 1978 році він закінчив юридичний факультет і після роботи в кількох юридичних фірмах у 1981 році опинився в Goldman. Там Ллойд довго був непомітним, ідеально відповідаючи корпоративній культурі Goldman, де не прийнято було говорити «я уклав цю угоду», а тільки «ми уклали угоду»⁶⁷⁵. У 1988 році Бланкфейн став партнером, а з 1998 року — керував відділом

⁶⁷⁴ Після того як Генрі Полсон став міністром фінансів, він зобов'язався продати свою частку в Goldman Sachs (більше 3 млн акцій на суму 485 млн доларів), а також вивести свої інвестиції з хедж-фонду Goldman Sachs, пов'язаного з Індустріально-комерційним банком Китаю. Нові правила оподаткування надавали можливість державним службовцям продавати свої частки в комерційних компаніях без сплати податків, і Полсон заощадив на продажі акцій 100 млн доларів. Це була, мабуть, одна з найвигодніших його угод.

⁶⁷⁵ Про корпоративну культуру Goldman ходили легенди, щоправда, неозначні. «Ієрархічна, однорідна компанія приваблювала багато військових, спортсменів і католиків», які звикли «довіряти команді та виконувати накази» (Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-Стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. — М.: Олимп-Бизнес, 2010. — С. 30).

паперів із фіксованим доходом, одним із найбільш прибуткових. Тривалий час ніхто не розглядав його як кандидата на посаду виконавчого директора, але розум Бланкфейна оцінив Генрі Полсон. Коли в 2006 році Полсон пішов з банку, щоб стати міністром фінансів, він оголосив, що його спадкоємцем буде Ллойд Бланкфейн.

З початком падіння ринків, Goldman удалось уникнути тих проблем і потрясінь, які відчували тоді Lehman, Merrill Lynch, Citi Group і Morgan Stanley, хоча в банку також була і висока частка позикових капіталів, і проблемні активи (стратегії всіх інвестбанків у ті роки були, загалом, схожі). Бланкфейн вважав, що їм просто пощастило. Але насправді іпотечні трейдери банку Ден Спаркс, Майкл Свенсон і Джош Бірнбаум разом із фінансовим директором Девідом Вінеаром свідомо уникали «токсичних» CDO. В іншому разі для Goldman усе могло бути інакше.

Ще в грудні 2006 року Спаркс, Свенсон і Бірнбаум оголосили, що пузир на ринку нерухомості скоро лопне, і тоді всі іпотечні папери знеціняться. А в липні 2007 року Девід Вінеар у листі Бланкфейну вперше назвав політику банку щодо іпотечних паперів «великою грою на зниження», за рахунок якої Goldman Sachs отримав прибуток 4 млрд доларів, коли інші банки зазнавали багатомільярдних збитків⁶⁷⁶. Завдяки цьому прибутку банк мав перевагу перед своїми основними конкурентами (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch) і перед своїм основним контрагентом — AIG. Goldman теж мав великий пакет іпотечних паперів, який з'явився ще до початку гри на зниження. Коли вартість іпотечних паперів стала знижуватися, Спаркс і його група іпотечних брокерів одразу переоцінили ці папери в травні 2007 року.

Інформація про цю переоцінку швидко поширилася на ринку, спричинивши хвилю панічних настроїв — «якщо Goldman Sachs переоцінює іпотечні папери, значить, справи погані». Першою жертвою переоцінки стали два хедж-фонди

⁶⁷⁶ У 2007 році чистий прибуток Goldman Sachs досяг 11,4 млрд доларів, з яких керівництво виділило собі бонуси на 322 млн доларів. Бланкфейн одержав 70,3 млн. У 2008 році, коли інші банки боролися за те, щоб просто вижити, Goldman отримав чистий дохід 2,3 млрд доларів. Під час кризи, що вже почалася, керівництво не зважилося виділяти собі бонуси й відмовилося від них з ініціативи Бланкфейна, дохід якого в 2008 році становив лише 1,1 млн доларів (Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Коэн. — М.: Альпина Паблишер, 2013. — С. 11–12).

банку Bear Stearns, які вкладали великі капітали в іпотечні папери, випущені Goldman, які тепер знецінилися. У Merrill Lynch проблеми виникли теж після того, як Goldman переоцінив іпотечні папери. Велика гра на зниження почалася.

Велика гра на зниження

Про велику гру на зниження, яку свідомо вів Goldman Sachs напередодні кризи, заговорили 16 квітня 2010 року. Тоді Комісія з цінних паперів і бірж (SEC) подала позов проти Goldman за обвинуваченням у шахрайстві у зв'язку з випущеними компанією синтетичними CDO. Структура цього похідного інструмента була навмисно заплутаною, але його суть полягала в тому, що якщо люди, що взяли іпотечні кредити, продовжать виплати за ними, то CDO збережуть свою вартість. А якщо виплати припиняться або їхній порядок буде порушено, вартість CDO почне падати. Інвестори, які купували ці інструменти, робили ставку на те, що виплати за іпотечними кредитами продовжаться, а от Goldman Sachs (за обвинуваченням SEC) зробив ставку на протилежне, причому свідомо й навмисно.

Фабріс Турпе, віцепрезидент Goldman, який витратив близько шести місяців на створення цього випуску CDO з умовною назвою ABACUS 2007-AC1, неодноразово робив оптимістичні заяви щодо його прибутковості, навмисно вводячи в оману інвесторів. А деякі подробиці свідомо замовчувалися. Зокрема, той факт, що один із великих клієнтів Goldman, управляючий хедж-фондом Джон Полсон навмисно заплатив банку 15 млн доларів за випуск цих CDO і зробив ставку на те, що значна частина домовласників не зможе виплачувати борги за іпотечними кредитами. По суті, весь цей випуск CDO на загальну суму 2 млрд доларів і був створений на замовлення Полсона. Саме він брав активну участь у відборі найпроблемніших іпотечних паперів, покладених в основу цих CDO, щоб гарантовано забезпечити їхнє падіння.

Джон Полсон і хедж-фонд Paulson & Co

Потім ЗМІ раптом заговорили про те, що мало кому відомий хедж-фонд Джона Полсона заробив більш 15 млрд доларів для інвесторів і близько 4 млрд для самого Полсона. Раніше нікому не вдавалося так швидко заробити настільки багато. А головне, що Полсон отримав ці гроші від гри на зниження тих самих низькоякісних іпотечних облігацій, що створили проблеми для багатьох великих інвестиційних банків.

І справді, хедж-фонд Полсона одержав у 2007 році 600 % прибутку, а особисто Полсон за рік мав 3,7 млрд доларів. Чи можна в чомусь його обвинувачувати? Загалом ні. «Полсон не тільки заслуговує свої 3,7 млрд; його прибуток повністю законний у реальній світовій економіці. Полсон діяв у ризикованому, заплутаному світі хедж-фондів», де їхні управляючі використовують багато стратегій, зокрема і короткі продажі. «Рішення про інвестиції, які він ухвалював, були засновані аж ніяк не на простому везінні»⁶⁷⁷, а на аналізі іпотечного ринку. Тому для Джона Полсона це був просто фінансовий бізнес. «Ми відчули, що на ринку житла надувається пухир; ціни на житло були занадто завищені та повинні були впасти», — говорив сам Полсон в інтерв'ю⁶⁷⁸. До того ж він сильно ризиковав, вклавши 22 млрд доларів у кредитно-дефолтні свопи. Але розрахунки виявилися правильним, і тільки на свопах він отримав 1 млрд доларів. Приблизно через шість місяців після випуску ABACUS рейтингові агентства знизили рейтинги 83 % іпотечних паперів, що були в основі цих CDO, а в січні 2009 року впали рейтинги 99 % цих паперів. Так Джон Полсон досяг своєї мети.

Інші гравці на зниження

Скоро деякі інші учасники ринку розгадали гру Goldman Sachs (адже не тільки там працювали розумні люди) і задумалися над тим, як би їм теж взяти у ній участь. До кінця

⁶⁷⁷ Форбс С. Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. — М.: Альпина Паблишер, 2011. — С. 141.

⁶⁷⁸ Weiss G. The Man Who Made Too Much / G. Weiss // CNBC. — 2009. — Feb. 23.

2006 року в грі на зниження брало участь близько 100 інвесторів (переважно різні хедж-фонди), які купували кредитно-дефолтні свопи саме з такою метою. Однак свідому ставку на крах усього іпотечного ринку зробила лише невелика їхня частина, від 10 до 20 (Deutsche Bank в особі Грега Ліппманна, Джон Полсон, Майкл Беррі та ще декілька не дуже відомих хедж-фондів — Whitebox, Baupost Group, Passport Capital, Elm Ridge).

Гравці на зниження зрозуміли, що низькоякісні й ризиковані іпотечні кредити, видані на початку 2005 року, незабаром стануть проблемними. Зазвичай такі позики надавали під плаваючий відсоток, але в більшості випадків перші два роки в них була фіксована знижена ставка для приваблення клієнтів. Кредит, виданий у 2005 році, зазвичай мав фіксовану ставку 6%, яка в 2007 році зросла до 11%. Більшість клієнтів погано розуміла все це, і підвищення ставки майже вдвічі мало спровокувати хвилю дефолтів. Такий прогноз був досить правдоподібним, і на дефолтах можна було б добре заробити. Але для цього потрібні були кредитно-дефолтні свопи. А в 2005 році такі свопи на низькоякісні іпотечні облігації ще не випускали, а якщо десь і випускали, то вони не мали поширення.

Найбільшими з гравців на зниження були, мабуть, Майкл Беррі та Грег Ліппманн. Життєвий шлях Майкла Беррі, який народився в 1971 році в Сан-Хосе (Каліфорнія), починався далеко від світу фінансів. Закінчивши Каліфорнійський університет у Лос-Анджелесі, він став лікарем-неврологом і в середині 1990-х років працював у Стенфордському госпіталі. Замкнений і відлюдкуватий, Майкл під час тривалих нічних чергувань мав доступ до комп'ютера клініки і читав, що пишуть люди в Інтернеті, який у ті роки швидко ставав присутнім у повсякденному житті. Саме починався бум доткомів, усі говорили про «нову економіку» і про можливість швидко заробити в Інтернеті. Важко було не звернути на це увагу, і Беррі зацікавився прогнозуванням цін на акції, а потім сам почав писати на інтернет-форумах і створив щось подібне до блогу. У ті роки блогів на фінансові теми було мало, і Майкл привернув до себе увагу. Його прогнози змін цін акцій усе частіше збувалися, і до думки Майкла Беррі стали прислухатися. Але проблема була із вільним часом — у лікаря він був тільки на нічних чергуваннях. І тоді в 2000 році він

залишив медицину. Кажуть, що Беррі, що сидів ночами біля комп'ютера, заснув під час операції, і йому довелося піти із клініки зі скандалом. Хай там як, тепер у нього були розв'язані руки, щоб поринути у фінансовий бізнес.

Майкл вирішив заснувати хедж-фонд Scion Capital. Початковим капіталом стала отримана ним невелика спадщина і гроші, узяті в борг у родички. Блог теж відіграв свою роль, і у фінансовому світі ім'я Беррі дехто вже чув. Своїми вдалим прогнозами він привернув увагу в таких компаніях, як Vanguard, White Mountains Insurance Group та інших. Удача прийшла швидко — компанія Gotham Capital викупила в нього частку 25 % у майбутньому хедж-фонді за \$1 млн, і справа зрушилася. Фонд Scion Capital спеціалізувався на пошуку недооцінених високотехнологічних акцій. Після кризи доткомів саме почався дворічний спад на ринку. У 2001 році індекс S&P 500 знизився на 11,88 %, однак фонд Беррі дав 55 % прибутку. У наступному році S&P 500 знизився на 22,1 %, але Scion Capital дав 16 % прибутку. У 2003 р., коли ринок цінних паперів зріс на 29 %, фонд дав 50 % прибутку. До кінця 2004 року Scion Capital управляв 600 млн доларами⁶⁷⁹. Це був перший успіх.

Коли ринки почали оживати, інвестори вже не хотіли зв'язуватися з високотехнологічними компаніями і зацікавилися ринком нерухомості. Але Майкл Беррі розумів, що новий бум триватиме недовго і можна добре заробити на обвалі іпотечного ринку. У 2007 році для більшості іпотечних кредитів закінчувався дворічний період низьких відсотків і можна було очікувати масових дефолтів. Беррі став скуповувати кредитно-дефолтні свопи на CDO, набравши їх на 1 млрд доларів⁶⁸⁰. Тоді мало хто замислювався над нестабільністю усієї цієї піраміди іпотечних паперів, тому Майкл, який скуповував кредитно-дефолтні свопи, багатьом здавався дивним. Зокрема інвесторам його фонду, які обурювалися, що замість звичних акцій він вкладає капітали в якісь незрозумілі свопи. А потім почалася криза, на якій Беррі заробив 100 млн доларів особисто для себе й 700 млн для інвесторів⁶⁸¹. Може, не так багато, як Джон Полсон, але теж чимало.

⁶⁷⁹ Lewis M. Betting on the Blind Side / M. Lewis // *Vanity Fair*. — 2010. — № 4.

⁶⁸⁰ Burry M. I Saw the Crisis Coming. Why Didn't the Fed? / M. Burry // *The New York Times*. — 2010. — Apr. 3.

⁶⁸¹ Anderson J. Winners Amid Gloom and Doom / J. Anderson. — *The New York Times*. — 2007. — Mar. 9.

Не менш цікавою фігурою був Грег Ліппманн, трейдер з Deutsche Bank (одного з основних учасників ринку американських іпотечних паперів, що перепродавав їх німецьким інвесторам). Вести гру на зниження Ліппманну доручило керівництво банку. З одного боку, Грегу не подобалося, що він опинився серед тих, хто підштовхував ринки до обвалу, а світ до кризи. А з іншого — його як трейдера приваблювала сама ідея взяти участь у новій прибутковій схемі. Адже чим менш прозорий ринок і чим складніше стають фінансові інструменти, тим більше можливості одержати на цьому прибуток.

Проблема була лише в тому, що не вистачало інвесторів, готових грати на зниження ринку іпотечних паперів. Ніхто не хотів вірити, що може початися спад. Коли один із клієнтів Ліппманна порадився з людьми з Bear Stearns про доцільність гри на зниження, ті сказали, що Ліппманн божевільний. Що було далі з Bear Stearns, ми вже знаємо. А от Ліппманн повірив у цю гру — проаналізувавши цифри, він зрозумів, що хоча ціни на нерухомість підвищуються, збільшується і кількість дефолтів (вже в 2005 році 4%). За розрахунками Ліппманна, цінам на нерухомість навіть не потрібно падати — як тільки їх зростання сповільниться, кількість дефолтів стане швидко збільшуватися. Коли вона досягне 7%, ризиковані облігації з рейтингом BBB «мінус» повністю знеціняться. І тоді в Грега прокинувся азарт трейдера.

По суті, весь цей ринок ризикованих іпотечних облігацій з реальним рейтингом BBB, штучно завищеним до AAA при створенні CDO, тримався тільки завдяки AIG FP, яка страхувала CDO і продавала для цього кредитно-дефолтні свопи. Як тільки AIG FP перестала б це робити, ринок мав би одразу обвалитися. І тоді Грег Ліппманн вирішив прискорити обвал. Наприкінці 2005 року він зустрівся в Лондоні з Томом Фьюінгсом з AIG FP, розповівши йому, як він бачить ситуацію. Фьюінгс не заперечував і загалом погодився із тим, що говорив йому Ліппманн. Той намагався донести до AIG FP, що гравці на зниження глузують із них, щосили використовуючи ситуацію й наближаючи крах AIG FP, коли доведеться платити мільярди за кредитно-дефолтними свопами. А платити не буде чим. Ліппманн був упевнений, що в AIG FP усе зрозуміли правильно. Але він помилявся, тому що не врахував нездорову атмосферу, яка сформувалася в AIG FP через особливості характеру боса — Джо Кассано.

Збитки інвесторів

Серед інвесторів, які мали найбільші збитки від гри на зниження, були німецький банк IKB Deutsche Industriebank AG, що втратив 150 млн доларів, і великий голландський банк ABN AMRO, який за 1,5 млн доларів за рік узяв на себе 96 % ризиків ще одного інвестора — ACA Management, що вклав в ABACUS 951 млн доларів. Під час кризи ABN AMRO був придбаний Royal Bank of Scotland, і йому довелося покривати збитки після падіння цін на папери ABACUS. У серпні 2008 року Royal Bank of Scotland довелося заплатити Goldman Sachs 840,9 млн доларів, які в основному отримав хедж-фонд Джона Полсона.

Іпотечні папери ABACUS були не єдиним фінансовим інструментом, використаним Goldman для гри на зниження. У березні 2007 року між Goldman і компанією Greywolf Capital (створеної колишніми партнерами Goldman) була укладена угода про випуск на 1 млрд доларів CDO, названих Timberwolf. Незабаром після випуску вони втратили основну частину своєї вартості.

Два хедж-фонди Bear Stearns, що купили в березні ці папери на 400 млн доларів, у липні через це збанкрутували. Австралійський хедж-фонд Basis Yield Alpha Fund придбав їх на 80 млн доларів, але незабаром втратив на них 50 млн і теж збанкрутував, звинувативши Goldman у навмисному наданні неправильної інформації.

За рахунок гри на зниження в третьому кварталі 2007 року доходи Goldman сягнули 12,3 млрд доларів, а чистий прибуток — 2,9 млрд. Прибутковість на акціонерний капітал становила 31,6 %, що було рекордом для публічних акціонерних компаній — і все це завдяки грі на зниження.

Розслідування «великої гри на зниження»

Коли почалося розслідування «великої гри на зниження», керівництво Goldman усе заперечувало, підкреслюючи, що хоча вони одержали в 2007 році невеликий (для Goldman) прибуток — 500 млн доларів, у 2008 році їхні збитки на іпотечних паперах досягли 1,7 млрд доларів. На слуханнях у Се-

наті 27 квітня 2010 року Бланкфейн говорив, що, попри заяви про короткі позиції Goldman Sachs на іпотечному ринку США, банк не вів якоїсь послідовної гри на зниження. Він не залишався весь час у короткій позиції на ринку іпотечних фінансових продуктів ані в 2007, ані в 2008 роках. І хоча за два роки фінансової кризи банк продовжував отримувати прибуток на іпотечному ринку, загалом Goldman Sachs втратив за цей час близько 1,2 млрд доларів. А головне, що (за словами Бланкфейна) банк нібито не вів гру проти своїх клієнтів. Однак заяви Бланкфейна нікого не переконали — навпаки, усім стало ясно, що Goldman Sachs справді вів гру на зниження. Після подачі позову на банк у квітні 2010 року ринкова вартість його акцій одразу впала на 12,4 млрд доларів.

Сенатор Карл Левін на черговому слуханні з приводу «великої гри на зниження» 24 квітня 2010 року заявив: «Інвестиційні банки, такі як Goldman Sachs, не просто вели операції на ринку, але й були зацікавленою стороною в створенні ними складних і небезпечних фінансових схем, які призвели до кризи. Вони об'єднали проблемні іпотечні контракти в складні фінансові інструменти, змусили кредитні агентства дати їм рейтинг AAA й стали продавати їх інвесторам, ще більше збільшуючи ризики та поширюючи їх на всю фінансову систему, а крім того, найчастіше роблячи ставки проти створених ними цінних паперів і одержуючи вигоду на шкоду своїм клієнтам»⁶⁸².

Втім, незважаючи на «велику гру на зниження», глобальна фінансова криза торкнулася також і Goldman. Банку довелося 21 вересня 2008 року разом із Morgan Stanley добровільно відмовитися від статусу інвестиційного банку, ставши банківською холдинговою компанією. Це надавало можливість доступу до короткотермінових кредитів ФРС, але водночас створювало додаткові обмеження в роботі. Такий крок був зроблений з ініціативи ФРС, щоб відновити довіру ринку. І справді, за кілька днів Goldman Sachs отримав 5 млрд доларів від Воррена Баффета та ще 5,75 млрд від інших великих інвесторів.

Міністр фінансів Генрі Полсон 14 жовтня 2008 року викликав до себе Бланкфейна та генеральних директорів

⁶⁸² Цит. за: Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Коэн. — М.: Альпина Пабlishер, 2013. — С. 26.

восьми інших найбільших банків, запропонувавши продати Міністерству фінансів привілейовані акції на загальну суму 125 млрд доларів за програмою викупу проблемних активів. Полсон майже змусив Бланкфейна взяти 10 млрд доларів за цією програмою, а коли той мав необережність привселюдно заявити, що його банк не має потреби в такій допомозі, це викликало сильне незадоволення в урядових колах. Адже сенс програми допомоги був у тому, щоб відновити довіру ринків до найбільших банків. А в Goldman якраз було найбільше проблем з такою довірою.

Крах Lehman Brothers

Найгостріша стадія кризи почалася 15 вересня 2008 року, коли через величезні збитки від іпотечних паперів, що знецінилися, збанкрутував найстаріший американський банк Lehman Brothers, заснований у 1850 році братами Леман — Генрі, Еммануелем і Меєром, які приїхали з Німеччини. У 1960-х роках Lehman Brothers став офіційним дилером державних облігацій США, доходи банку швидко зростали, і він перетворився на міжнародну фінансову організацію. До початку XXI століття Lehman став одним із найбільших у світі інвестиційних банків, у нього були регіональні штаб-квартири в Лондоні й Токіо, а також представництва в багатьох інших країнах світу. У 2006 році в Lehman Brothers працювало 26 тисяч осіб, активи досягали 503,5 млрд, а чистий прибуток за цей рік становив 4 млрд доларів.

Про проблеми в Lehman Brothers заговорили у фінансових колах у середині 2007 року, більш ніж за рік до банкрутства банку. На Уолл-стріт пішли чутки, що керівництво Lehman фальсифікує звітність, щоб приховати реальні обсяги збитків від операцій з іпотечними облігаціями. Очевидно, за прикладом Enron (а поганий приклад, як відомо, заразливий) Lehman Brothers вирішив заснувати на Кайманових островах кілька таємних офшорних трастів, незрозуміло названих у стилі уолл-стрітівського жаргону «кваліфікованими структурами спеціального призначення (qualified special purpose entities,

QSPE). Цим трастам банк продавав іпотечні облігації, відображаючи операції у своїй звітності як прибуток. На балансах трастів ці папери потім і значилися. Збитки теж списувалися на офшорні трасти. Нагадує історію з дочірніми компаніями «Енрон». Втім, так само робили інші банки — у Citigroup в офшори були виведені ще більші активи, і все заради того (за офіційною версією банку), щоб не збільшувати розміри резервного фонду з 3 до 10 %. Таке підвищення намагалися провести в 2003 році, але фінансове лобі загальмувало його. Думаю, причина була не тільки в резервному фонді, а й у завищенні прибутків і приховуванні збитків.

Однак головною міною сповільненої дії виявилися, звісно ж, CDO. У 2006 році Lehman Brothers вважався лідером із розміщення цих паперів на 50 млрд доларів, випередивши RBS Greenwich Capital (46 млрд доларів), Morgan Stanley і Merrill Lynch (обидва банки по 34 млрд доларів). Щоправда, вже тоді виникли проблеми зі збутом цих паперів. Внутрішні інвестори стали інтуїтивно відчувати зростаючу напруженість на ринку, і CDO купували в основному іноземні інвестори з Великої Британії, Німеччини, Японії та Кореї, хоча не в тій кількості, як було потрібно. Величезна кількість непроданих проблемних CDO зависли на банківських рахунках, загрожуючи потопити Lehman (капіталізація якого в 2006 році становила близько 60 млрд доларів), і незрозуміло було, як цих паперів позбутися.

Коли Bear Stearns був поглинений J. P. Morgan, Lehman Brothers включили в групу ризику, тому що банк активно працював з CDO. Ще тоді, у березні 2008 року, почалося зниження курсу акцій Lehman, однак генеральний директор Річард Фулд запевняв усіх (зокрема міністра фінансів Генрі Полсона), що в Lehman немає ризикованих активів, які неможливо швидко продати, тому все буде добре. Однак люди, що працювали в той час у банку, відзначали тривожне мовчання у відділі іпотечних паперів, який ще недавно був головним джерелом прибутку. Усі розуміли, що там, мабуть, збільшуються збитки, і «відчували, що керівництвом Lehman опанував інстинкт самознищення... усе йде не так, як треба, і ми можемо взагалі не вижити»⁶⁸³.

⁶⁸³ Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. — М.: Юнайтед Пресс, 2010. — С. 219.

Тим часом керівництво банку, очевидно, втративши зв'язок із реальністю, почало витрачати мільярди на придбання часток хедж-фондів (лондонських GLG Partners, Marble Bar Asset Management, Spinnaker Capital, європейському фонді Blue Bay Asset Management і австралійському Grange Securities, що займався іпотечними паперами). Ще більш дивно виглядали 1,6 мільярда доларів, витрачені за розпорядженням генерального директора на те, щоб скуповувати акції Lehman Brothers за ціною 75 доларів. Очевидно, у такий спосіб Дік Фулд блефував і хотів припинити поширення чуток щодо проблем, які назрівали у банку. Було чимало інших незрозумілих дій — придбання в кредит дорогих об'єктів нерухомості в Європі або поглинання за 45 млрд доларів величезної техаської енергетичної компанії TXU Corporation.

Потім поширилися чутки, що у Фулда, мабуть, щось не те з головою. Адже борги банку досягли 465 мільярдів доларів. Збільшувалося і кредитне плече банку — в 2006 році позикові кошти перевищували власні в 22 рази, на початку 2007 року — в 34 рази, а до кінця цього року — в 44 рази. А може, Фулд заздрих Піту Пітерсону й Стіву Шварцману із успішного фонду Blackstone (22 червня той якраз провів IPO і розмістив свої акції на 4 млрд доларів⁶⁸⁴). Адже Пітерсон і Шварцман колись працювали в Lehman, поки їх безцеремонно не вижив звідти Льюїс Глюксман, попередник Фулда.

Коли в середині 2007 року почалися масові затримки виплат за іпотечними кредитами, усім вже стало зрозуміло, що Lehman, як найбільший емітент іпотечних облігацій, зможе продати їх тільки з великою знижкою. І справді, незабаром довелося продавати великий пакет CDO на 2 млрд доларів з рейтингом AAA за 90 % номіналу. Ще недавно це важко було уявити. Що вже казати про іпотечні папери з нижчим рейтингом.

За таких умов банк продовжував вкладати величезні гроші (причому позикові!) на речі, явно недоречні в той момент. Загалом 82 мільярди доларів було вкладено в іпотечні облігації, що знецінювалися просто на очах, 30 мільярдів — у злиття й поглинання, 40 мільярдів — в облігації, забезпечені комерційною нерухомістю, 20 мільярдів — у хедж-фонди, 5 мільярдів — у нафтову промисловість. Борги Lehman сягну-

⁶⁸⁴ Продавши акції, Шварцман одержав 700 млн доларів, а Пітерсон (йому, до речі, був тоді вже 81 рік) одержав 1,8 млрд доларів.

ли 700 мільярдів доларів, і будь-якій мислячій людині було зрозуміло, що банк ніколи не зможе їх погасити навіть за найкращих умов. А умови не тільки не були найкращими, вони постійно погіршувалися. На що розраховував Дік Фулд, призначивши собі за підсумками 2007 року рекордну бонусну премію — 35 мільйонів доларів? Складається враження, що він справді втратив зв'язок із реальністю — тією реальністю, в якій керований ним банк загруз у боргах і невпинно рухався до неминучої катастрофи.

На щорічній весняній конференції з інвестицій 8 квітня 2008 року в доповіді Девіда Ейнхорна⁶⁸⁵, до думки якого прислухалися, уперше було прямо сказано, що в Lehman Brothers назрівають проблеми, банк обтяжений величезними боргами, а найголовніше — приховує свої збитки. Ейнхорн був не просто одним із керівників хедж-фондів — «він був настільки впливовим, що міг впливати на ринки, просто озвучуючи вирок», і «він уже поставив великі гроші»⁶⁸⁶ на падіння Lehman.

Незабаром, 21 травня, на конференції інвесторів в Time Warner Centre Ейнхорн прямо заявив, що Lehman не хоче визнавати всіх збитків, щоб не обвалити ще більше курс своїх акцій. При основному капіталі 17 млрд доларів борги банку сягнули 750 млрд доларів, а відношення позикових коштів до власних — 44 до 1. При таких боргах падіння вартості активів усього на 1 % означало 7,5 млрд доларів, а це була майже половина капіталу банку. Подібну критику Ейнхорн повторив 27 травня в прямому ефірі на CNBC, роблячи акцент на тому, що нестабільність Lehman стала серйозною загрозою для всієї фінансової системи. Після цих виступів Ейнхорна в травні курс акцій Lehman упав на 22,6 %.

А потім 4 червня 2008 року в Wall Street Journal була опублікована стаття Сьюзен Крейг про те, що Lehman шукає капітали в інших країнах і веде переговори з Кореїським

⁶⁸⁵ Авторитетний аналітик, 39-річний Ейнхорн (він виглядав років на десять молодше) був президентом хедж-фонду Greenlight Capital, який управляв активами на 6,5 млрд доларів. Фонд Ейнхорна, де працювало лише сім аналітиків і кілька осіб допоміжного персоналу, був відомий своїм спокійним, вдумливим підходом до інвестування. А про атмосферу релаксу в офісі тоді казали, що вона більше підходить для спа-салону, аніж для фінансової організації.

⁶⁸⁶ Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. — М.: Астрель, 2012. — С. 58.

банком розвитку (Korea Development Bank, KDB), які Фулд ретельно приховував. Це був новий удар, що сприяв подальшому падінню курсу акцій, і Фулд був у люті від самого факту витоку інформації.

Щоб залучити капітали, 9 червня 2008 р. Lehman Brothers оголосив про проведення додаткової емісії акцій на 4 млрд. Але що могла змінити ця крапля в морі при таких боргах? До того ж напередодні розміщення агентство Standard & Poors знизило рейтинги банку. А через кілька днів Lehman опублікував звіт, у якому нарешті визнавав збитки — 2,8 млрд доларів за перше півріччя 2008 року. Коли про це дізналися інвестори, вони почали масово продавати акції, і ціна на них упала ще на 20%.

На зборах керівників відділів 12 червня 2008 року було вирішено, що топменеджерів банку необхідно терміново замінити. Самого Фулда це не торкнулося, але змусили піти віцепрезидента з оперативних питань Джозефа Грегорі (казали, що саме він створив величезні борги) і віцепрезидента з фінансів Ерін Каллан. Команда Діка Фулда розпалася, і банком фактично став керувати 48-річний Барт Макдейд. Хоча Фулду тоді було не так багато років — 62 (як і міністрові фінансів Генрі Полсону), усі вважали, що йому час на відпочинок.

Коли нове керівництво банку почало розбиратися з боргами, з'ясувалося, що 120 млрд доларів (звичайно ж, узятих у борг) було вкладено в комерційну й житлову нерухомість по всьому світу, причому за деяку нерухомість сильно переплатили. На падаючих ринках нерухомості розпродати все це без величезних збитків було нереально, і саме тоді в багатьох виникла думка, що Lehman прийшов кінець і справа йде до банкрутства.

Казали, що Lehman Brothers згубила нестриманість і брутальність його генерального директора під час розмови з міністром фінансів Генрі Полсоном на вечері у казначействі у квітні 2008 року. Коли Фулд ще був молодим трейдером, він прославився своєю різкістю, за що дістав прізвисько Горила. Йому воно подобалося — вже ставши керівником банку, він тримав у себе в кабінеті опудало горили⁶⁸⁷. Фулд усе життя відчував заздрість і ненависть не тільки до банку Goldman

⁶⁸⁷ Це опудало не пережило 11 вересня 2001 року, коли після теракту Lehman довелося спішно евакуювати свою штаб-квартиру з Нижнього Манхеттена.

Sachs (який підтримував уряд), а й особисто до Полсона⁶⁸⁸, який мав більший капітал, ніж сам Фулд.

Ставлення Полсона до Lehman і Діка Фулда теж було відоме — одного разу він назвав банк «купою бандитів», хоча поважав їхню корпоративну культуру. Про Фулда він говорив, що той надто любить невиправданий ризик, однак вважав його гідним суперником. Коли Полсон став міністром фінансів, він іноді телефонував Фулду, щоб довідатися його думку про стан ринків. По суті, Полсон був більш толерантний і відкритий до діалогу, ніж Фулд.

Коли в Lehman справи стали погіршуватися, Фулд хотів отримати підтримку від Баффета, тому й попросив Полсона поговорити з ним — адже всі знали, що Полсон дружить із Баффетом. Хоча знаменитий інвестор-мільярдер не любив інвестиційних банкірів, він неодноразово використовував для деяких своїх операцій чиказьке відділення Goldman у той час, коли там працював Полсон, і в них виникли добрі стосунки. Полсону не дуже хотілося просити Баффета допомагати Lehman, але він все ж таки натякнув йому, що в цій ситуації може бути вигода і для Баффета.

Незабаром Фулд зателефонував Баффету й запропонував йому інвестувати 3–5 млрд доларів у папери Lehman. На це знаменитий мільярдер відповів, що міг би вкласти такі гроші, наприклад, у привілейовані акції з дивідендом 9% (це означало, що при інвестуванні 4 млрд доларів Баффет буде отримувати прибуток 360 млн доларів на рік), але йому потрібно подумати. Високу ціну запросив Баффет за свої капітали, але на те він і Баффет.

Однак, вивчивши річний звіт Lehman на 2007 рік, Баффет засумнівався, чи є сенс зв'язуватися з такими інвестиціями — надто багато було проблем у банку. Справа була навіть не в ризику втратити гроші, а в репутації самого Баффета — адже якби він вклав капітали в Lehman, про це одразу заговорив би весь світ. Тому коли йому подзвонив Полсон і почав розмову про те, що непогано було б підтримати Фулда, Баффет зрозумів по голосу міністра фінансів, що він теж не хоче брати на себе відповідальність. Останньою краплею для нього стало те, що Фулд не згадав жодним словом про шахраїв,

⁶⁸⁸ Полсон більше 25 років працював в Goldman Sachs, зокрема на посаді генерального директора.

які викрали в Японії з Lehman за підробленими документами 355 млн доларів. Про цей випадок писали всі газети, і те, що Фулд промовчав, виглядало несолідно. На цьому справа й закінчилася, тим більше що Lehman незабаром зміг залучити капітали на вигідніших умовах. Щоправда, банку, який гине, це вже не допомогло.

Однак контакти Фулда з Полсоном тривали. А 11 квітня на офіційній вечері в казначействі, де зібралися керівники найбільших банків, у Фулда відбулася та серйозна розмова з Полсоном, яка визначила долю банку. Міністр фінансів висловив занепокоєння щодо того, що, за прогнозами МВФ, у найближчі пару років списання банків за іпотечними паперами можуть досягти у світовому масштабі 945 млрд доларів. Основна частина цих списань буде відбуватися у великих американських банках. Але ще більше Полсона турбувало непомірне зростання позикового капіталу в основних банках: у Lehman — 30,7 до 1 (щодо основного капіталу), у Merrill Lynch — 26,9 до 1. Високим воно було також в інших банках. Полсон вважав, що така гора боргів могла обвалити всю фінансову систему.

Фулд не виявив інтересу до цієї теми й перевів розмову на те, що вся проблема у «ведмедях», які ведуть гру на зниження, погіршуючи й без того нестабільне становище Lehman. Полсон зрозумів, що Дік Фулд не хотів розуміти (або удавав, що не хотів) самої суті проблем Lehman. Розмова закінчилася тим, що Полсон порадив йому продати банк, наприклад державному Корейському банку розвитку, який пропонував на початку 2008 року 23 долари за акцію. І тут Фулд різко заявив: «Не вчіть мене, як управляти моєю компанією». Полсон був ображений брутальністю й неповагою, виявленою особисто до нього як до міністра фінансів. Ймовірно, тоді він і вирішив, що не буде допомагати Lehman Brothers — якщо Фулд такий розумний, нехай викручується сам як хоче.

Схоже на те, що Дік Фулд справді вірив, що всі проблеми банку пов'язані не з позиковими капіталами і не з його помилковими рішеннями, а тільки з підступними «ведмедями» — гравцями на зниження. Хтось сказав йому, що конкуренти навмисно поширюють чутки про труднощі в Lehman, щоб добитися зниження курсу акцій банку. Фулд тоді вирішив, що головним джерелом цих чуток був Goldman, хоча думати про це йому було неприємно — адже там працював його

син. Кажуть, що він навіть зателефонував Бланкфейну, щоб з'ясувати стосунки, але той образився самою постановкою питання і поклав слухавку.

У серпні 2008 року Корейський банк розвитку знову запропонував купити Lehman, але вже по 18 доларів за акцію. Учасникам ринку ця ідея здалася перспективною, і 22 серпня акції Lehman Brothers навіть трохи зросли — до 16,55 долара. Але Фулд відмовився. Незабаром корейці, задумавшись про величезні борги банку, зробили третю пропозицію по 6,4 долара за акцію — 4,4 млрд доларів за весь банк. Фулд знову відкинув пропозицію. Після цього курс акцій опустився нижче 10 доларів. Кінець був близький.

На початку вересня 2008 року J. P. Morgan почав вимагати додаткового забезпечення кредитів Lehman, причому грошми, а не цінними паперами. У разі відмови кредитна лінія для Lehman буде закрыта, а це означало негайний крах. Фулд міг запропонувати тільки 3 млрд, і це ще більше насторожило кредиторів. За наступні кілька днів ситуація швидко погіршувалася — 12 вересня 2008 року капіталізація Lehman Brothers упала до 2,5 млрд доларів. Увечері 14 вересня після наради у ФРС, де було прямо сказано, що не допомагатимуть банку, була подана заява про банкрутство — найбільше в історії.

Вранці 15 вересня міністр фінансів Генрі Полсон повідомив на пресконференції, що не став підтримувати Lehman, обтяжений боргами, тому що керівництво банку саме в цьому винне. Після цього індекс Доу-Джонса за день упав на 500 пунктів, і фінансові ринки почали обвалюватися. Це був поштовх до початку гострої стадії кризи. На необхідності оголосити банкрутство Lehman наполягав Полсон, і справа тут була навіть не в особистому ставленні. Оскільки ФРС збиралася почати програму допомоги банкам, Полсон не хотів, щоб ця допомога даремно витрачалася на Lehman, який, на його думку, вже не мав перспектив.

ФРС почала давити на Lehman, змушуючи його терміново подати заяву про банкрутство, незважаючи на попередження керівництва банку, що це тільки загострить кризу і спричинить хвилю паніки. Оскільки рішення було ухвалене в останній момент, процедура такого масштабного банкрутства не була підготовлена. А це означало, що почнеться безсистемний і хаотичний розпродаж глобальних активів

Lehman. Наслідком цього стане загальносвітова фінансова криза, найбільша від часів Великої депресії 1930-х років.

Зрештою невелику частину активів Lehman за 250 млн доларів купив британський банк Barclays⁶⁸⁹ разом із будинком на Сьомій авеню, 745 (придбаним за 1,5 млрд доларів). Завдяки цьому вдалося зберегти 10 тисяч робочих місць. Усі вивіски з назвою Lehman Brothers одразу замінили на Barclays. Так створювалася видимість, що Lehman просто куплений іншим банком. Насправді ж куплений був лише офісний будинок з обладнанням і співробітниками.

Хвиля паніки

Після того як Lehman Brothers подав 15 вересня 2008 року заяву про банкрутство, на ринках поширилися панічні настрої. Розвіялася надія на те, що держава через ФРС обов'язково прийде на допомогу найбільшим банкам. Стало зрозуміло, що під час кризи на допомогу немає сенсу сподіватися. Наступного дня, 16 вересня, вартість одноденних позик зросла до 10 % (з 2 % тижнем раніше), а кредити в доларах у найбільших європейських банків подорожчали до 18 %. Робота міжбанківського кредитного ринку майже повністю порушилася.

Хвилею паніки були охоплені навіть ті учасники ринку, діяльність яких була, на перший погляд, далекою від зони ризику. У середу, 17 вересня, за один день знизилися на 50 % акції американського комерційного банку State Street. Почалося все, коли один із фондів не зміг виплатити інвесторам гроші через те, що колись вклав капітали в ризиковані облігації збанкруті-

⁶⁸⁹ Ідея придбати Lehman дуже приваблювала Боба Даймонда, виконавчого директора Barclays Capital. Даймонд був американцем зі Спрингфілду (Массачусетс), де починав свій шлях у відділеннях банків Morgan Stanley і Credit Suisse. Переселившись до Лондону, він швидко там адаптувався і перетворив невеликий інвестиційний банк Barclays з 3 тисячами співробітників на один із найбільших в Англії — у банку тепер працювало 15 тисяч осіб. Але йому завжди хотілося потрапити на Уолл-стріт. Покупка Lehman (за вигідною ціною, звісно) була б добрим способом зробити це. Однак у такому проблемному становищі сам банк уже був непотрібний Даймонду. Згодився тільки будинок.

лого Lehman Brothers. Учасники ринку одразу згадали історію з Bear Stearns і спішно стали виводити свої капітали зі State Street, хоча банк (який управляв активами на 13 трлн доларів) завжди вважався дуже консервативним і стабільним.

Особливо вплинула хвиля паніки на курси акцій інвестиційних банків. 38 по 18 вересня акції найбільших із них, Goldman Sachs і Morgan Stanley, знизилися на 50 % (зі 172 доларів до 87) і 75 % (із 44 доларів до 11). Це було пов'язане з тим, що практично повністю припинилося міжбанківське кредитування (після того як кредитори збанкрутілого Lehman Brothers втратили 400 млрд доларів). А всі вільні капітали були вкладені на безпроцентні депозити у ФРС (якими у звичайних умовах банки не користувалися через відсутність прибутку на капітал). Обсяг цих депозитів зріс за 2008 рік з 1 млрд до 180 млрд доларів.

Так банківська система США після краху Lehman опинилася на межі колапсу. У четвер, 18 вересня 2008 року, ФРС відзначила масовий відтік капіталів із грошового ринку — тільки за дві години, з 9-ї до 11-ї, з банківських рахунків було знято майже 550 млрд доларів. Це був класичний масовий «набіг» вкладників, тільки замість юрб людей перед банками, як у 1930-х роках, гроші забирали тепер в основному через Інтернет.

Щоб запобігти подальшому відтоку капіталів, були тимчасово припинені всі операції й закриті рахунки. А за депозитами до 250 тисяч доларів оголосили державні гарантії. В іншому разі до другої половини дня 18 вересня було б вилучено 5,5 трлн доларів, після чого американська банківська система могла б зруйнуватися, а за нею приблизно через добу — і загальносвітова.

Панічні настрої поширилися навіть у міністерстві фінансів і ФРС. У четвер, 18 вересня, голова ФРС Бен Бернанке заявив, звертаючись до Конгресу, що без масштабної фінансової допомоги «до понеділка ми можемо втратити нашу економіку»⁶⁹⁰. А управляючий Банком Англії Мервін Кінг у цей день сказав: «Ніколи з початку Першої світової війни наша банківська система не була настільки близько до краху»⁶⁹¹.

⁶⁹⁰ Nocera J. As Credit Crisis Spiralled, Alarm Led to Action / J. Nocera // The New York Times. — 2008. — Oct. 1.

⁶⁹¹ King M. Speech by Mervin King to the CBI. 21 Oct. 2008 / M. King. — Leeds: Institute of Directors. Chamber of Commerce and Yorkshire Forward, 2008. — P. 2.

План Генрі Полсона

Банкрутство Lehman виявилося поштовхом, який обвалив світові фінансові ринки, і без того нестабільні у вересні 2008 року. Першим наслідком цього колосального банкрутства став колапс усієї глобальної системи кредитування. Банки припинили видавати одне одному кредити — вони не були впевнені, що одержать назад свої гроші. Довіра до банків і небанківських фінансових компаній (особливо страхових) була втрачена, а фінансова підтримка банків з боку держави не дала бажаного результату — стабілізувати світову фінансову систему не вдалося. Вкладники почали масово забирати свої гроші з банків і різних фондів, а підприємствам було все важче отримувати кредити. Здавалося, ще трохи — і вся світова економіка буде паралізована.

Єдиним виходом було надання термінової державної фінансової допомоги банкам і викуп проблемних активів. Стало зрозуміло, що без масштабного вкладання грошей у фінансові ринки кризи не вдасться погасити, і називали суму допомоги — 1 трлн доларів. Але були сумніви, що Конгрес схвалить таку велику допомогу, тому зупинилися на 700 млрд. При загальній вартості проблемних іпотечних кредитів на житлову нерухомість близько 11 трлн доларів (і на комерційну нерухомість — 3 трлн) заплановані 700 млрд становили лише 5% від 14 трлн. Чи могли щось змінити ці п'ять відсотків? Виявилося, що могли.

Генрі Полсон представив свій план Сенату 18 вересня 2008 року, прямо сказавши, що потрібно терміново, протягом кількох днів, виділити 700 млрд доларів, інакше буде пізно й почнеться колапс американської фінансової системи, а потім і світової. По суті, він пропонував викупити за рахунок держави в банків їхні проблемні борги за адекватною ціною, визначеною міністерством фінансів (практично — самим Полсоном). Проєкт був схвалений президентом Бушем і 20 вересня поданий на розгляд у конгрес.

У Великій Британії інвестиційні банки також були в критичному стані⁶⁹². На межі банкрутства опинився Halifax Bank

⁶⁹² Та й не тільки банки — 29 вересня було націоналізовано житлове товариство Bradford and Bingley, що контролювало основну частину ринку нерухомості, яку здавали в оренду.

of Scotland (HBOS), і 17 вересня його поглинув банк Lloyds TSB, заплативши 12 млрд фунтів. На балансі HBOS зависла велика кількість ризикованих іпотечних паперів, вартість яких майже вдвічі перевищувала вартість депозитів банку. Lloyds TSB купив HBOS, заплативши по 2,32 фунта за акцію, хоча роком раніше ці акції коштували по 10 фунтів. Але іншого виходу не було, до того ж угоді сприяв прем'єр-міністр Гордон Браун, який розумів, що крах HBOS може дестабілізувати всю фінансову систему⁶⁹³. Незабаром, 8 жовтня, британський уряд виділив 37 млрд фунтів для викупу привілейованих акцій у проблемних банків. Зрештою держава стала власником 70 % акцій Northern Rock, 43 % — Lloyd Banking Group, 58 % — Royal Bank of Scotland. Подібним способом тоді викупали частини банківських активів у Німеччині.

Тим часом у США Палата представників Конгресу 29 вересня відкинула план допомоги: чому за безвідповідальність фінансистів мають розплачуватися платники податків? Полсона критикували за те, що його план веде до приховування боргів. Не було зрозуміло, за якими критеріями визначатимуть проблемні борги, і як саме буде призначатися адекватна ціна. І чи не перетвориться план Полсона на допомогу його друзям з Goldman Sachs?

Після цього паніка досягла максимуму. Індекс Доу-Джонса знизився ще на 777 пунктів, до 10 356 — подібного падіння на фінансових ринках не було із часів «Великого краху» 1929 року. Хедж-фонди терміново розпродавали цінні папери, граючи на зниження й обвалюючи курси. Панічні настрої швидко поширилися по всьому світу — у Токію, Сінгапурі, Гонконгу та Сіднеї швидко підвищили процентні ставки, а в Лондоні вони досягли 10 %. У цей день багатьом здавалося, що світова фінансова система перебуває на межі краху. Банки у всіх країнах берегли свою ліквідність і практично припинили видавати кредити. І навіть найвідоміші компанії із труднощами могли брати позики, та й то лише на короткий час.⁶⁹⁴

Щось потрібно було терміново робити. План Полсона трохи вдосконалили за прикладом плану британського

⁶⁹³ Операція поглинання була завершена 12 січня 2009 року. Об'єднаний банк контролював 28 % британського ринку іпотечних паперів.

⁶⁹⁴ У ніч із 29 на 30 вересня європейські банки позичили 15,5 млрд євро в Європейському центральному банку.

прем'єр-міністра Гордона Брауна, який пропонував направити 500 млрд фунтів декільком найбільшим банкам для погашення проблемних боргів. Полсон представив програму викупу проблемних активів (Troubled Asset Relief Program, TARP), для чого потрібно було витратити 700 млрд доларів на першому етапі. Надалі ФРС обіцяла виділити для цього ще 700 млрд. Гроші надавалися в борг із умовою погашення за рахунок майбутніх доходів. За задумом Полсона, цінні папери, забезпечені іпотечними кредитами, потрібно було викупити також у регіональних банках. При цьому однією з головних умов плану було включення представників уряду до складу правління компаній, що одержують допомогу.

У Сенаті для багатьох був неприйнятним такий «соціалістичний» підхід Полсона, але іншого виходу не було. Вдосконалений проєкт затвердили у п'ятницю, 3 жовтня (74 голосами проти 25), а потім знову передали в Конгрес, де за нього мала проголосувати Палата представників. За суботу й неділю ситуація продовжувала погіршуватися. Над деякими штатами нависла загроза банкрутства, зокрема над Каліфорнією, де для оплати боргів терміново потрібно було 7 млрд доларів. У такій самій ситуації опинилося багато великих промислових підприємств. Мабуть, уперше з початку кризи з'явилася підозра, що контроль над ситуацією вже втрачений.

Тим часом 4 жовтня в Парижі зібралися на нараду лідери Франції, Німеччини, Італії та Великої Британії для обговорення термінових заходів для стабілізації економіки. Але чогось радикального на цій зустрічі так і не відбулося — після тривалих розмов, як завжди (у європейському стилі) обтічних, ухвалили лише невиразну угоду про надання банкам фінансових гарантій і про зняття обмежень дефіциту бюджету. Великі європейські фінансові інвестори скептично поставилися до цієї зустрічі, а процентні ставки в країнах Європи зросли в середньому до 11 %.

У США 6 жовтня 2008 року план Полсона⁶⁹⁵ нарешті затвердили більшістю голосів (263 проти 171) у Палаті представників Конгресу. Очевидно, там нарешті зрозуміли, що вже немає часу сперечатися з цього приводу. Багатьом

⁶⁹⁵ В остаточній версії він дістав назву «Акт 2008 року про екстрену економічну стабілізацію» (Emergency Economic Stabilization Act of 2008).

здавалося, що вже взагалі надто пізно — довіра до фінансової системи була підірвана, і паніка зайшла занадто далеко. У той самий день 250 млрд доларів виділили дев'яти найбільшим банкам за умови введення до складу правління представників уряду. А 123 млрд були спрямовані на порятунок AIG і на викуп проблемних паперів, що залишилися після банкрутства Lehman. Ці гроші допомогли врятувати два найбільші банки — Bank of America і Citigroup, значну допомогу одержали Goldman Sachs, Morgan Stanley, General Motors і декілька інших великих автомобільних компаній.

Однак система міжбанківських кредитних операцій так і не відновлювалася. Загроза краху нависла над великими європейськими банками, і багато з них протягом доби були націоналізовані, зокрема Bradford & Bingley з Великої Британії. BNP Paribas за допомогою урядів Бельгії й Люксембургу купив 75 % акцій бельгійського банку Fortis. А в Лондоні 8 жовтня прем'єр-міністр Гордон Браун офіційно оголосив про свою програму фінансової допомоги, що передбачала активну участь держави в капіталі основних британських банків, державну гарантію їхніх боргів і суворий контроль над використанням банками фінансової допомоги.

У США 9 жовтня за планом Полсона був виданий додатковий кредит AIG на 37,8 млрд доларів. Однак помітного поліпшення ситуації на фінансових ринках поки не було: індекс Доу-Джонса продовжував падати, опустившись до 8579⁶⁹⁶. За оцінкою МВФ, глобальні збитки від кризи досягли 1,4 трлн доларів (у березні 2008 року — 0,9 трлн). Зважаючи на все, Полсон і Бернанке не очікували, що через три тижні після банкрутства Lehman, коли почалася гостра стадія кризи, паніка буде такою сильною. По усьому світу руйнувалися компанії й біржі, і кінця цьому не було видно.

⁶⁹⁶ Почали падати фондові індекси інших країн — німецький індекс DAX знизився з 7231 у травні до 4308 у жовтні, французький CAC — з 5142 до 3047, іспанський IBEX 35 — з 14 247 до 9 462, лондонський FTSE — з 6300 до 3873, китайський CSI-300 — з 3936 до 1881.

Поширення кризи у світі

Стало зрозуміло, що епоха процвітання завершилася. До кінця 2008 року 150 тисяч людей втратили роботу в сфері фінансових послуг через значне скорочення персоналу банків і краху багатьох хедж-фондів. Звільнення йшли також у нефінансових компаніях — усі економили гроші. Капіталізація зменшилася практично у всіх корпорацій, і не щодня, а щоднини приходили повідомлення про нові банкрутства.

Увесь світ охопила паніка. Розвіялися мрії про можливість швидко розбагатіти — про все, що так щедро обіцяв фінансовий капіталізм. Тепер вже йшлося про те, щоб просто вижити й перечекати неясний час. Усі проклинали тих, хто ще недавно був героєм 2000-х — банкірів і трейдерів. Повторювалася історія 1930-х років, коли винуватцями вважали фінансистів, які через непомірне прагнення збагачення зруйнували звичне життя. Почалася хвиля самогубств. Баррі Фокс, один із топменеджерів збанкрутілого Bear Stearns, вистрибнув з вікна 29-го поверху офісу банку. Наклав на себе руки німецький мільярдер Адольф Меркль, який зрозумів, що не зможе розплатитися зі своїми величезними кредитами. Повідомлення про нові й нові самогубства надходили з усіх куточків світу.

У 2008 році припинили існування майже 1500 хедж-фондів — інвестори вивели свої капітали, і фонди залишилися без грошей. На початку 2009 року щодня зникали нові й нові фонди. У середньому збитки хедж-фондів за 2008 рік сягнули 20%, а в Кена Гріффіна (попри всі комп'ютерні алгоритми й стратегії) — 55%. Стіві Коену пощастило — його фонд втратив у 2008 році тільки 19%. І лише у фонді Джона Полсона, який грав на зниження, справи йшли добре — він заробив мільярди доларів.

До середини 2008 року, поки основні труднощі стосувалися США й Великої Британії, банки в країнах, що розвивалися (а також у Японії), перебували в набагато кращому становищі, тому що в них майже не було проблемних «токсичних» активів. А влади цих країн навіть сподівалися на те, що криза послабить США, і тоді центр світової економіки переміститься у бік Японії, Кореї та Китаю. Але коли в середині 2008 року

стали падати ціни на сировину та почалася стагнація на експортних ринках, глобальна криза стала поширюватися на економіки, які розвивалися⁶⁹⁷.

На грані дефолту опинилося багато держав з великим зовнішнім боргом (зокрема Ісландія та Угорщина) — іноземні інвестори швидко вивели з них свої капітали, і на місцевих біржах настав крах. Обвалився ринок нерухомості також у Китаї, де закривалося багато заводів, які жили за рахунок експорту продукції на Захід — попит на цю продукцію під час кризи впав. А в третьому кварталі 2008 року почався швидкий спад на світових ринках акцій. Індекс Доу-Джонса за рік знизився на 30 % (з 12 000 до 8 000)⁶⁹⁸.

Тривога зростала не тільки в США, а й у Європі. Президент Франції Ніколя Саркозі 3 жовтня 2008 року запропонував провести європейський саміт, на якому глави держав ЄС і керівництво Європейського центрального банку могли б обговорити кроки для виходу із кризи. Франція пропонувала створити фонд порятунку економіки ЄС обсягом 300 млрд євро, однак Німеччина виступила проти. Там сподівалися, що глобальна криза не торкнеться німецької економіки, а міністр фінансів Г. Штайнбрук заявив, що не хоче давати гроші в «загальний казан», тому що не знає, на що саме вони будуть використані⁶⁹⁹. Приблизно таку саму позицію займала Велика Британія. Кожна з основних європейських країн не довіряла іншим і намагалася боротися із кризою самотужки, насамперед надаючи державні гарантії проблемним банкам.

Нарешті 8 жовтня 2008 року найбільші центральні банки світу (крім Японії та Росії) вирішили одночасно знизити процентні ставки, що стало визнанням глобального характеру кризи. А 10 жовтня у Вашингтоні на зустрічі міністрів фінансів і керівників центральних банків країн «Великої сімки» був ухвалений антикризовий план, що пропонував використовув-

⁶⁹⁷ Індекс МВФ для цін на сировину (що включає в себе нафтопродукти та усі інші види сировини) піднявся зі 100 пунктів у 2005 році до 218 пунктів у липні 2008 року, однак до грудня 2008 року опустився на 55,6 %, до 98 пунктів.

⁶⁹⁸ Лондонський індекс FTSE — на 31,3 %, франкфуртський індекс DAX — на 40,4 %, паризький CAC — на 42,7 %, токійський індекс Nikkei — на 42 %. Падіння ринку цінних паперів тривало і в 2009 році, досягши найнижчого рівня на початку березня (на той час основні індекси знизилися ще на 25 %). Потім, із середини 2009 року, почалося відновлення ринку. За рахунок здешевлення кредиту зріс попит на акції, ціни на них піднялися — більше ніж на 50 % у США й Китаї, майже на 50 % у ЄС і більше ніж на 40 % у Великій Британії та Японії.

⁶⁹⁹ Europe must march to same tune. — <http://www.edition.cnn.com>

вати будь-які доступні засоби, щоб не допустити краху найважливіших фінансових інститутів. Сам факт появи такого плану вплинув на американські ринки, і падіння основних індексів загальмувалося.

З ініціативи президента Франції Ніколя Саркозі 12 жовтня 2008 року в Парижі нарешті зібралися на саміт ЄС представники основних країн Європи (разом із англійським прем'єр-міністром Гордоном Брауном), щоб домовитися про спільні антикризові заходи. Було вирішено, що уряди Німеччини, Франції, Італії та інших країн нададуть свої програми виходу із кризи. Усі учасники саміту визнавали необхідність вкладання грошей у кредитні організації (насамперед — банки) за допомогою придбання їхніх акцій, але про суму, яку потрібно вкласти, домовитися поки що не змогли.

У Вашингтоні Генрі Полсон 13 жовтня зібрав на нараду директорів дев'яти найбільших банків⁷⁰⁰ і в ультимативній формі заявив, що уряд вирішив рекапіталізувати банки загалом на 125 мільярдів доларів, але великі пакети акцій мали перейти державі. За його словами, усе це вже вирішено, не обговорюється й потрібно зробити прямо зараз. Полсон завжди був прихильником вільних ринків і крок до часткової націоналізації банків дався йому нелегко, як і директорам найбільших банків. Але такі були «надзвичайні заходи» (як назвали їх Бернанке й Полсон) для захисту американської економіки. Із цього часу можна говорити, що криза справді пішла на спад — принаймні, у США та основних країнах Західної Європи. Країн, що розвиваються, криза досягла пізніше і тому пізніше закінчилася.

Коли почав діяти план Полсона, падіння на фінансових ринках було настільки сильним, що уряду вже не залишалося нічого іншого, крім як втрутитися й почати викуповувати проблемні активи. Інвестори хотіли позбутися їх у першу чергу, але спроби продати ці активи ще більше знижували на них ціни та обвалювали ринок. Полсон вважав, що 125 млрд доларів, витрачених на першому етапі викупу проблемних активів, були неминучим злом. Але головна проблема із цією фінансовою допомогою полягала навіть не у витрачених мільярдах з бюджету. Надання великих кредитів банкам і фінансовим організаціям (таким як AIG), що були прямими винуватцями

⁷⁰⁰ Citigroup, Merrill Lynch, Morgan Stanley, JPMorgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, Wells Fargo, Bank of New York Mellon, State Street Corporation.

кризи, підривало віру не тільки у фінансову систему й уряд, але й в інвестиції на фінансовому ринку.

А 21 жовтня 2008 року загальну увагу привернула проблема кредитно-дефолтних свопів на 400 млрд доларів, що залишилися від Lehman Brothers. Дефолт за ними означав би проблеми з балансами для безлічі банків, але все обійшлося вдало — більшість цих свопів були забезпечені кредитами ФРС, які надавалися AIG — головному контрагенту Lehman. Наступного дня, 22 жовтня, раптово завис ринок ф'ючерсів, і торги на ньому були припинені. Нуріель Рубіні знову став нагнітати паніку, заявляючи, що незабаром зупиняться операції на всіх фінансових ринках. Операції, звісно ж, не зупинилися, хоча індекс Доу-Джонса продовжував знижуватися, опустившись на 3,6 % у п'ятницю 24 жовтня.

Ісландія, опинившись на межі банкрутства, 26 жовтня 2008 року підписала угоду із МВФ про видачу їй кредиту обсягом 2,1 млрд доларів. Кількість претендентів на допомогу МФВ збільшувалася: Аргентина, Угорщина, Пакистан, Україна та інші країни.

А 30 жовтня AIG запросила додаткову допомогу, адже, за уточненими даними, сума випущених компанією кредитно-дефолтних свопів досягала 400 млрд доларів. Допомога AIG зросла зі 123 до 150 млрд доларів, були збільшені також терміни погашення кредитів. Але незабаром AIG заявила про нові збитки — 24,5 млрд доларів.

Однак загалом ситуація на фінансових ринках почала повільно стабілізуватися, породжуючи надію, що найгірше вже позаду. І справді, біржові індекси стали підвищуватися, хоча поліпшення було поки що незначним. Багато «токсичних» паперів усе ще залишалися на балансах банків, активи продовжували знецінюватися, а споживання скорочуватися. Було оголошено, що загалом у США в жовтні було ліквідовано 240 тисяч робочих місць⁷⁰¹. До того ж хвиля банкрутств охопила автомобільну промисловість — спершу в США, а потім і в Європі⁷⁰².

⁷⁰¹ У грудні безробіття в США досягло свого максимального рівня після 1982 року — роботу втратили 4,4 млн осіб.

⁷⁰² Єврокомісія виступила проти американської допомоги європейській автомобільній промисловості 14 листопада через побоювання, що це підвищить економічний вплив США в Європі. У США президент Джордж Буш пропонував надати автомобільній промисловості допомогу з держбюджету — 17,4 млрд доларів. Він вважав, що це допоможе їй подолати кризу, але 12 грудня Сенат не схвалив такий план.

Лідери країн «Великої двадцятки» 14 листопада 2008 року зібралися на антикризовий саміт і ухвалили декларацію із загальними принципами реформування фінансових ринків. Вони домовилися про реорганізацію світових фінансових інститутів, зобов'язавшись утримуватися від застосування протекціоністських заходів протягом року. Однак про якісь спільні міждержавні проекти не йшлося — пропонувалися в основному реформи національних економічних систем.

Єврокомісія 26 листопада 2008 року нарешті надала план фінансової допомоги економіці ЄС, який передбачав вкладання 200 млрд євро. При цьому підкреслювалося, що країни ЄС не повинні діяти за одним сценарієм, і кожна може вибрати ту схему дії, яка буде найкращою для неї. А 1 грудня глава Єврокомісії Мануель Баррозо закликав до зниження процентних ставок Європейського центрального банку⁷⁰³. Коли на початку грудня 2008 року в ЄС були опубліковані дані офіційної статистики, виявилось, що ВВП країн Євросоюзу в третьому кварталі 2008 року знизився на 0,2 %, а промислове виробництво за 2008 рік скоротилося на 12 %. Уперше за два десятиліття в європейській економіці почалася рецесія. А оскільки з ЄС було пов'язано 30 % загальносвітової торгівлі, стало зрозуміло, що рецесія в Європі стане гальмом і для відновлення світової економіки. Потрібні були заходи для стимулювання зростання.

Тому 12 грудня Єврокомісія затвердила загальний для ЄС план економічного відновлення, де була зазначена сума, яку потрібно було вкласти в економіку ЄС — 200 млрд євро, хоча загалом на фінансову допомогу різним кредитним організаціям і виробничим підприємствам було витрачено набагато більше — близько 400 млрд євро⁷⁰⁴. Крім того, програми фінансової допомоги ухвалювали також окремі держави. У грудні 2008 року таку програму на 26 млрд євро підготували у Франції. А в січні 2009 року подібні програми почали

⁷⁰³ Після цього 4 грудня ЕЦБ знизив на 0,75 % ставку (до 2,5 %), а Банк Англії зменшив її ще більше — на 1 % (до 2 %). На початку січня 2009 року Банк Англії продовжив знижувати ставку, довівши її до 1,5 %.

⁷⁰⁴ European Commission: A European Economic Recovery Plan // Commission of the European Communities. Brussels. Комісія ЄС 4 березня 2009 року виробила загальноєвропейські заходи відновлення економіки і затвердила документ «Стимулювання економічного відновлення» (Commission communication — Driving European recovery).

діяти в Німеччині (на 50 млрд євро) і Великій Британії (там 100 млрд фунтів призначали на кредити для банків і 20 млрд фунтів — для компаній малого й середнього бізнесу).

У США новий президент Барак Обама 2 січня 2009 року запропонував зняти обмеження на використання другої частини фонду Полсона (700 млрд доларів) і вкласти додаткові капітали в американську економіку. На той час загальні збитки американських банків (при сумарному обсязі їхнього власного капіталу 4 трлн доларів) досягли за оцінкою МВФ 2,2 трлн доларів. Сума проблемних споживчих кредитів з низькою ймовірністю погашення зросла до 4,5 трлн доларів, а збитки за такими кредитами становили тільки в США 1,8 трлн доларів (у світі — 3,6 трлн). В ідеалі американській банківській системі потрібна була допомога близько 1,3 трлн доларів — набагато більше, ніж за планом, запропонованим президентом Обамою.

Закон про заходи щодо стимулювання економіки Обама підписав 17 лютого 2009 року. Ця програма, що продовжувала план Полсона і була розрахована на два роки, передбачала додаткову фінансову допомогу на 787 млрд доларів, а також різні податкові пільги, субсидії та інвестиції в інфраструктуру⁷⁰⁵. У середині березня 2009 року ФРС оголосила, що для збільшення ліквідності банківської системи вона придбає на ринку казначейські облігації США на загальну суму 300 млрд доларів.

На саміті «Великої двадцятки» 2 квітня 2009 року в Лондоні ухвалили спільний план дій для виходу із глобальної фінансової кризи. План передбачав значне збільшення ресурсів МВФ — до 750 млрд доларів. Однак фінансова система все ще залишалася в паралізованому стані, тільки центральні банки реально могли фінансувати інших учасників ринку. Рецесія зростала, і вже стало ясно, що навіть якщо гостра фаза кризи закінчилася, основний економічний спад потрібно чекати в 2009 році⁷⁰⁶.

⁷⁰⁵ Майже одночасно британський уряд ухвалив програму податкових пільг і кредитування підприємств (усього на 20 млрд фунтів). А 4 березня управляючий банком Англії Мервін Кінг повідомив, що в наступні три місяці банк планує купити державні облігації на 75 млрд фунтів, зробивши в такий спосіб чергове закачування капіталів в економіку.

⁷⁰⁶ І справді, якщо у 2008 році темпи зростання світового ВВП становили 1,8 %, у 2009 році світовий ВВП не тільки не зростав, але й скоротився на 2,3 % — уперше після Другої світової війни.

Завершальний акорд: Бернард Медофф

У грудні 2008 року розпочався ще один гучний скандал, тепер навколо Бернарда Медоффа, який створив грандіозну фінансову піраміду. Ця історія стала в якомусь сенсі останньою краплею, яка переповнила чашу терпіння інвесторів. За час кризи вже було багато банкрутств, величезних збитків, розчарувань і зруйнованих доль. Проклинали банкірів, хедж-фонди й творців кредитно-дефолтних свопів. Європейці обвинувачували американців, американці — китайців, а росіяни, як завжди, — усіх інших. Але історія з Медоффом стала шоком. «Як? Невже Берні Медофф теж шахрай?» У це було важко повірити, але це було так.

Бернард Медофф був відомою людиною — він брав участь у створенні біржі NASDAQ та ввійшов у її раду директорів. Його компанія Madoff Investment Securities⁷⁰⁷ (заснована ще в 1960 році) була одним із найбільших учасників торгів на цій біржі. А самого Медоффа називали стовпом фінансового ринку та піонером електронної торгівлі — саме він один із перших повністю комп'ютеризував діяльність своєї компанії. Його інвестиційний фонд усі вважали надійним і прибутковим — він постійно давав інвесторам гарантований прибуток 10–12 % на рік незалежно від стану ринку.

Інвестори були задоволені, тому не надто замислювалися над тим, звідки береться такий стабільний прибуток, пояснюючи все доступом до якоїсь інсайдерської інформації. А серед інвесторів Медоффа були банки, хедж-фонди, благодійні організації та заможні приватні особи — переважно знаменитості, багато хто з Європи. Берні ретельно вибирав інвесторів, і потрапити до нього в клієнти було дуже непросто. Усе це підкріплювало ілюзію, ніби він володіє якимось особливим фінансовим секретом отримання прибутку, тому милостиво допускає обраних вкласти капітали в його бізнес — але тільки обраних. Найкращих. Так до кінця 2008 року в управлінні Madoff Investment Securities було вже 17 млрд доларів, і нові клієнти до останнього моменту хотіли вкласти капітали у фірму Медоффа. По суті, це був найбільший у світі хедж-фонд, хоча формально він таким не вважався.

⁷⁰⁷ Дочірній хедж-фонд Madoff Securities International із центральним офісом у Лондоні почав роботу в 1983 році.

Досвідчені учасники фінансових ринків, дивлячись на діяльність Медоффа, ставили собі питання: а як взагалі можна отримувати стабільний прибуток, який не залежить від природних коливань ринку? Крім того, що така висока й стабільна прибутковість фонду Медоффа сама по собі була дивною, була й важливіша обставина, яка насторожувала. Не було помітно жодної кореляції цих доходів з коливаннями ринку⁷⁰⁸. А це означало, що доходи пов'язані не з інвестиціями на ринку цінних паперів (як заявляв сам Берні), а із чимось зовсім іншим. Або взагалі немає доходів, і все це повна афера.

Однак Медофф був настільки впливовою особою, що SEC не знайшла ніяких проблем після перевірки його фонду. До речі, він не був зареєстрований в SEC ні як хедж-фонд, ні як інвестиційний фонд, тому його ніхто не контролював і не вимагав звітності.

Проблеми почалися, коли в листопаді й грудні 2008 року декілька великих інвесторів, стурбованих кризою, захотіли забрати свої капітали (загалом 7 млрд доларів). Виявилось, що Медоффу немає чим заплатити. Потрапивши в безвихідну ситуацію, Бернارد 10 грудня 2008 року зізнався синам, що весь його бізнес — це суцільний обман. Не було інвестицій, а є тільки піраміда Понці, яку він створював понад 20 років. Сини зрозуміли приховане бажання батька⁷⁰⁹ й повідомили про все владі. Наступного дня Медоффа заарештували люди з ФБР.

Почалося слідство, і тоді з'ясувалося, що компанія Madoff Securities справді не займалася інвестиціями капіталів своїх клієнтів. Медофф навіть не утруднював себе розмовами

⁷⁰⁸ У 1993 році прибутковість індексу S&P 500 становила 1,33 %, а в Медоффа прибуток був 14,55 %. У 1999 році прибутковість індексу S&P 500 піднялася до 21,04 %, а прибуток Медоффа — лише до 16,69 %. Відсутність кореляції очевидна навіть без спеціального аналізу. Медофф стверджував, що інвестує в 35 найменувань цінних паперів, і цей набір паперів корелює з індексом S&P 100. Сама ідея здавалася дещо дивною для досвідчених учасників ринку — ризик не був диверсифікованим, і при зниженні хоча б однієї акції з 35 доходи Медоффа мали знизитися. Але справа була навіть не в цьому. Оскільки такий набір містив третину всіх паперів, що входять до складу індексу, для одержання доходу потрібна була сильна кореляція між коливаннями індексу й прибутковістю фонду Медоффа. Однак на практиці кореляція не перевищувала 6 % — іншими словами, її майже не було (Маркополос Г. Финансовая пирамида Бернарда Мэдоффа: расследование самой грандиозной аферы в истории / Г. Маркополос. — М.: Вильямс, 2012. — С. 55–56).

⁷⁰⁹ На суді Медофф казав, що знав — колись його неминуче заарештують. Але зупинитися він уже не міг.

про комп'ютерні алгоритми — він взагалі не проводив жодних угод⁷¹⁰, подавав фіктивну звітність і виплачував прибуток із грошей нових інвесторів, привласнивши загалом близько 20 млрд доларів. З'ясувалося, що Медофф приймав гроші від 339 фондів у більш ніж 40 країнах, і загальна сума вкладених у його фонд капіталів до листопада 2008 року досягла 65 млрд доларів.

Нарешті, 12 березня 2009 року, Берні визнав свою провину за всіма 11 пунктами обвинувачення — відмивання грошей, неправдиві свідчення, шахрайство тощо. Історія ця закінчилася тим, що 29 червня 2009 року суддя окружного суду Манхеттену Денні Чін засудив Бернарда Медоффа до 150 років позбавлення волі за організацію найбільшої в історії фінансової піраміди, замаскованої під інвестиційний фонд. У 2010 році один із його синів повісився, інший помер у 2014-му від раку. А невгамовний Берні у в'язниці в Північній Кароліні скупив у тюремному магазині всі пачки какао, ставши монополістом, і продавав його із прибутком іншим ув'язненим під час прогулянок.

Епоха «Великої рецесії»

Після кризи почався період глобальної стагнації, незабаром названий Великою рецесією⁷¹¹. Надії на те, що наслідки кризи вдасться швидко подолати, так і не виправдалися, і в 2010–2011 роках багато хто чекав повторення Великої депресії 1930-х років⁷¹². «Ми перебуваємо в центрі фінансової кризи,

⁷¹⁰ У базі даних про біржові операції не вдалося знайти дані про жодну з угод, про які казав Медофф.

⁷¹¹ «Кожна дитина чула в школі про Велику депресію, але економісти, історики й телевізійні коментатори не можуть дійти згоди щодо того, як називати економічний період, у який ми живемо» — писав Джон Молдін у 2011 році. «Одні називають його депресією. Інші — великою рецесією. А дехто вважає, що це велика фінансова криза» (Молдін Д. Разв'язка. Кінець долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. — С. 13).

⁷¹² Рецесія була нетривалою і не настільки «великою». У 2010 році почалося відновлення світової економіки. Його основними рушійними силами стали економічні системи, які швидко зростали, насамперед Китай.

якої не було із часів Великої депресії 1930-х років», — казав Дж. Сорос у 2008 р. Однак нинішня криза «не є прелюдією до нової Великої депресії» хоча б тому, що «історія не повторюється», і неможливо уявити собі, що «сьогоднішня банківська система обвалиться, як це трапилося в 1932 році»⁷¹³.

Справді, банківська система не обвалилася, але світові фінансові ринки після кризи 2007–2009 років загальмувалися надовго. У 2010 році Сорос висловлювався про все це не дуже оптимістично: «Через призму часу крах фінансової системи уявляється чимось жакливим. У фінансових установах є люди, які просто хочуть забути про це й працювати, наче нічого не відбулося», однак «загроза фінансового краху не зникла, а фінансова криза не припинилася... на наших очах розвертається другий акт драми: фондові ринки почали втрачати впевненість у ліквідності державного боргу деяких країн»⁷¹⁴.

Про Велику рецесію наочно свідчать прості та зрозумілі цифри: у США з 2000 по 2010 рік середній дохід родини знизився з 53 164 до 49 445 доларів на рік. А середній особистий дохід чоловіка віком від 25 до 34 років — з 39 250 до 31 793 долари⁷¹⁵. Характерною рисою цієї рецесії стали надзвичайно низькі процентні ставки центральних банків: 1 % — у Європейського центрального банку, 0,5 % — у Банку Англії, 0,25 % — у ФРС США, 0,1 % — у Банку Японії. Це й зрозуміло — потрібно було якось активізувати економіку. Однак усі боялися дефляції. До речі, в 1980-х роках, коли боялися інфляції, процентні ставки утримували на рівні порядку 20 %.

⁷¹³ Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. — С. 100.

⁷¹⁴ Лекція в інституті міжнародних фінансів у Відні 10 червня 2010 року (цит. за: Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. — С. 29). За словами Д. Молдіна, «коли йдеться про кінець гри, ми... хочемо знати, яка саме гра закінчується. На нашу думку, у багатьох розвинених країнах наближується до завершення борговий суперцикл». Банкрутство компанії Lehman Brothers восени 2008 року «опустило завісу після тривалого 60-річного першого акту в спектаклі боргового суперциклу. У повітрі є передчуття кінця золоті доби, у якій зростаючий борг призводив лише до зростання споживання й добробуту. Разом із крахом фондових ринків і збільшенням черг безробітних кінець золоті доби можна було бачити власними очима» (Там само, с. 25). У США сукупний державний борг у 1916 році становив 170,4 % ВВП. У 1933 році, у часи Великої депресії — 299,8 %. У 1950-х роках він помітно знизився до 130–135 % ВВП, а з 1980-х років почалося його швидке зростання до 301 % у 2003 році й 369,7 % у 2009 році (Там само, с. 29–30).

⁷¹⁵ U. S. Census Bureau — <http://www.census.gov>

Історія їхнього зниження з 20 % до 0 % досить показова і наочно демонструє зростання величезного боргового пузиря. Або настання «боргового суперциклу» — можна й так сказати.

А от високотехнологічні компанії з Каліфорнії (Facebook, Apple, Twitter, Oracle та й багато інших) продовжували процвітати в часи «Великої рецесії». Такі парадокси економіки епохи соціальних мереж — головне знайти свої ключові інновації та свій ринок. І тоді жодні кризи та рецесії не страшні, а люди будуть готові віддати останню тисячу доларів за айфон нової моделі.

Усі кризи обходяться дуже дорого, а криза 2007–2009 років була особливо дорогою — загальні збитки від неї сягнули 20 трлн доларів (близько 30 % світового ВВП у 2007 році)⁷¹⁶. Звичайно, кожна криза — крок назад, але за будь-якою кризою майже завжди йде новий підйом і два кроки вперед⁷¹⁷. Ця криза стала найважчою з часів Великої депресії і показала всім, що ідеальна модель класичного капіталізму, заснованого на рівних можливостях і вільній конкуренції, існує більше в теорії. Багато говорили про те, що капіталізм не виправдав сподівань. Можна звинувачувати у всьому «жадібних фінансистів», керівників банків і компаній з Уолл-стріт, вважаючи, що вони нічим не краще шахрая Бернарда Медоффа. Але справа була не тільки в прагненні до збагачення (воно було в них завжди), а в тому, наскільки ефективно працює модель класичного капіталізму. Знайти відповідь на це питання набагато важче, ніж назвати шахраями керівників банків і фінансових компаній. «Криза оголила фундаментальні проблеми не тільки національних систем регулювання фінансів, конкуренції та корпоративного управління, але й міжнародних інститутів і організацій, створених з метою забезпечення фінансової та економічної стабільності. Ці інститути продемонстрували свою нездатність запобігти кризі»⁷¹⁸.

Криза породила чимало супротивників вільного ринку, серед яких були і дуже заможні особи. Роздратування щодо фінансистів виникло ще до кризи. Особливо часто звинувачували хедж-фонди, кажучи, що саме вони своїми операціями

⁷¹⁶ Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. — N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. — P. 1.

⁷¹⁷ Але є рідкісні винятки — зокрема Японія після 1990 року.

⁷¹⁸ Доклад Стиглиця. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. — М.: Международные отношения, 2010. — С. 45.

із кредитно-дефолтними свопами та короткими продажами акцій Bear Stearns, Lehman Brothers і AIG спровокували обвал фінансового ринку в 2008 році. А преса додавала драматизму історіями про неймовірні прибутки власників хедж-фондів. Адже в 2007 році 20 управляючих найбільших хедж-фондів і фондів прямих інвестицій отримали особисто для себе в середньому по 657,5 млн доларів — про такі доходи не могли навіть мріяти генеральні директори найбільших банків.

Особливо це роздратування посилювалося, коли почалася Велика рецесія. «Американці розізлилися... на банкірів, які спровокували фінансову кризу і не заплатили за неї, — писав Льюїс Зінгалес в 2012 році. — Вони зляться на неефективну роботу влади, критикують банкірів, але самі заслуговують не меншого осудження за те, що не зуміли їх зупинити... Я теж злюся й наляканий... Наляканий — тому що американці, які справедливо обурюються... мають можливість обрати шлях, який може покласти кінець відомому нам американському капіталізму». Однак, при всіх його недоліках, «ця система — зразок, на який рівняються борці за свободу в усьому світі». Адже «унікальність Америки пов'язана не з її розміром, красою або багатством; унікальність Америки... пов'язана із свободою». І, що найголовніше, «подібний різновид капіталізму дуже нечасто зустрічається»⁷¹⁹. Після кризи такий капіталізм опинився під загрозою деформації, а може, навіть і деградації.

Коли все більше людей починає вважати систему несправедливою, звинувачуючи ринки в тому, що вони нездатні адекватно й ефективно розподіляти багатство, клановість стає серйозною загрозою існуванню ринкової економіки в її класичному та звичному вигляді. Коли три чверті населення розвинених країн розуміє, що в руках багатой еліти та декількох найбільших фінансових компаній зосереджена надмірна

⁷¹⁹ «На відміну від іншого світу, де капіталізм надто часто є продуктом багатой еліти... американський капіталізм вижив і процвітає завдяки унікальному збігу обставин: ця увага уряду до інтересів простих людей; а також певні цінності, згідно з якими нагромадження багатства не самоціль, а пов'язано із моральною відповідальністю; а також віра в те, що система забезпечує рівні можливості для всіх. Не дивно, що ця країна можливостей приваблювала працьовитих і талановитих людей із усіх кінців світу» (Зінгалес Л. Капіталізм для народу. Либеральна революція против корумпированной экономики / Л. Зінгалес. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. — С. 11, 33–34). У США кожний четвертий мільярдер — self-made man, «людина, яка зробила сама себе», інакше кажучи — починала з нуля. У Німеччині таке можна сказати лише про кожного десятого мільярдера (Там само, с. 36).

влада, тоді виборці перестають довіряти всій економічній системі, вважаючи її корумпованою. А коли до цієї клановості додається популізм, то під загрозою опиняється сама ідея недоторканності приватної власності, а разом із цим — уся система ринкової економіки.

Чим більше в роки Великої рецесії зростала така невідзначеність, тим більше ділові кола починали вимагати надання їм особливих привілеїв. Програма державно-приватних інвестицій (запропонована в 2009 році міністром фінансів Тімоті Гайтнером) передбачала, що великі інвестори одержували державні субсидії — грубо кажучи, по два долари на кожен інвестований ними долар. У суспільстві виникала слушна підозра, що уряд підтримує великих учасників ринку на шкоду дрібним і за рахунок платників податків. Багато інвесторів починали залишати такий ринок — вони не були впевнені в дотриманні законності угод і в тому, що зможуть отримати нові контракти⁷²⁰. Учасники ринку, що залишилися, опинилися у важкому становищі, після чого вони могли тільки звернутися по допомогу до держави. Так виникало замкнене порочне коло кланового капіталізму, який легко затягує багатьох у пастку популізму. А вибратися із цього кола непросто.

Знаковою стала тоді стаття Барбари Еренрайх, гнів якої був спрямований на «розжирілий вищий клас» і особливо на фінансистів, що багатіють за рахунок інших. «Уже не потрібно бути марксистом, щоб зрозуміти, що Америка розділена на два протилежні табори — на дуже багатих і всіх інших... хто їм підкоряється». Згадуючи слова журналіста Роджера Ловенстайна, який пропонував вислати всю верхівку суспільства за межі США, кудись на Кариби, вона додає, що ця верхівка не заслуговує тропічних островів — «після всього, що вони накоїли, їм більше підійдуть Алеутські острови». Адже основну частину багатств сьогодні одержує фінансовий сектор, «причому такими способами, які незрозумілі звичайній людині» та не потребують «особливої праці»⁷²¹.

⁷²⁰ До того ж у США під час післякризової рецесії корпоративний податок на прибуток досяг в середньому 39 % (у деяких штатах він був ще вище, наприклад, в Айові — 47 %). У Європі цей податок набагато нижче — у Швеції 28 %, а в Ірландії 12,5 %. Зрозуміло, що настільки високий податок на прибуток робить американський ринок не вигідним для інвесторів (Форбс С. Спасєт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. — М.: Альпина Паблишер, 2011. — С. 166–167).

⁷²¹ Ehrenreich B. The Trouble with the Super-Rich / B. Ehrenreich // The Nation. — 2007. — June 12.

Про останні слова можна, звісно, посперечатися. Подібні міркування про «фінансистів-ледарів» нагадують банальний популізм. Якщо вислати із країни всіх фінансистів, це послабить економіку (в історії такі випадки вже були), але системні проблеми залишаться. А справа саме в них, а не в окремих людях, що йдуть на ризик заради збагачення. На їхнє місце придуть інші й швидко стануть такими самими, як попередні.

Чи винен фінансовий капіталізм? Уроки кризи

Поняття «фінансовий капіталізм» почали використовувати в 1930-х роках, коли з'явилася книга Джорджа Едвардса «Еволюція фінансового капіталізму»⁷²². Він писав в основному про вкритий завісою таємниці фінансовий світ Моргана — Раха Morganіса — і про маніпуляції його банків перед кризою 1929 року. У 1930-х роках, час Великої депресії, фінансистів багато хто вважав ледве не головними її винуватцями, і саме поняття «фінансовий капіталізм» набуло негативного значення. Його сприймали як щось нездорове, протиставляючи «здоровішому» промислового капіталізму.

Про фінансовий капіталізм згадали після кризи 2008 року, і знову звинувачували його у всіх лихах. «Чистий фінансовий капіталізм зіпсував логіку капіталізму. Фінансовий капіталізм — це система безвідповідальності», у якій все «виправдовується логікою ринку», — заявив 8 січня 2009 року Ніколя Саркозі (у той час президент Франції) на симпозіумі «Новий світ, новий капіталізм»⁷²³. Зрозуміло, що Саркозі — фігура одіозна, але так тоді вважав багато хто. Ліберальний російський економіст Григорій Явлінський, говорячи про «струк-

⁷²² Edwards G. The Evolution of Finance Capitalism / G. Edwards. — N. Y.: A. M. Kelley, 1938 (репринт — N. Y.: Martino Fine Books, 2014).

⁷²³ Цит. за: Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. — С. 28. Приблизно так само пише і Жак Атталі. За його словами, наприкінці 1990-х років «у Каліфорнії все йшло добре... але ніхто не помічав, що найважливіша частина енергії, талантів і капіталів перетікає у фінансову систему на шкоду промислового виробництва й науковим дослідженням» (Атталі Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Атталі. — СПб.: Питер, 2009. — С. 11).

турне зрушення» від промислового капіталізму до фінансового, теж протиставляє «реальну економіку» фінансовому капіталізму. Він наголошує на моральній, етичній відповідальності, без якої фінансовий капіталізм справді може створювати проблеми⁷²⁴.

Думаю, що протиставляти фінансовий і промисловий капіталізм так само немає сенсу, як протиставляти постіндустріальну економіку та індустріальну. Час минає, змінюється світ, змінюється економіка та фінансові ринки. Еволюціонує й капіталізм. Промислове виробництво вже ніколи не буде таким, як в епоху парових машин. І капіталізм не буде таким, як сто років тому. Зараз у капіталізмі більше проявляється його фінансова сторона. Протестувати проти цього — однаково, що протестувати проти існування ринку акцій або ринку деривативів.

Фінансовий капіталізм — природний етап еволюції капіталізму. Можна вважати його черговою інновацією. Сам по собі фінансовий капіталізм не добрий і не поганий, як не добра і не погана постіндустріальна економіка (або, наприклад, сек'юритизація іпотечних активів). Але якщо відкинути базові принципи етичної відповідальності та прагнути до прибутку за будь-яку ціну, тоді будь-яка інновація стає небезпечною. Так було завжди — і сто, і двісті років тому.

Звісно, не фінансовий капіталізм став причиною кризи, і не змова «підступних фінансистів». Після закінчення кризи фінансовий капіталізм нікуди не подівся і продовжує поширюватися — це природна логіка розвитку ринкової економіки. «Усі ми живемо у світі фінансового капіталізму — економічної системи, яка все більше визначає напрямки діяльності фінансових інститутів». Якщо вдасться розв'язати проблему соціальної та етичної відповідальності фінансового бізнесу й забезпечити демократизацію фінансового капіталізму (який надає доступ до фінансових послуг), тоді люди «розглядатимуть себе як частину сучасного фінансового капіталізму, а не як жертву агресивних і егоїстичних дій цинічних фінансових організацій»⁷²⁵. Думаю, що саме в цьому подальший шлях розвитку фінансових ринків, а не в спробах повернутися до «реальної» економіки або «промислового» капіталізму. Назад

⁷²⁴ Явлинский Г. А. Рецессия капитализма — скрытые причины. Real-economik / Г. А. Явлинский. — М.: Высшая школа экономики, 2014. — С. 70.

⁷²⁵ Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. — М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. — С. 12.

повернення вже немає. Тому голосні й драматичні слова про те, що «капіталізм... закінчився 15 вересня 2008 року... і ми не знаємо, що прийде йому на зміну»⁷²⁶, залишаються лише гучними драматичними словами.

Крім природної циклічності в розвитку ринків, основною помилкою, яка призвела до кризи 2007–2009 років, була впевненість у тому, що ціни на нерухомість ніколи не падатимуть. Якби так і було, то іпотечні папери, що створювалися внаслідок сек'юритизації, виявилися б цілком безпечними й вигідними інвестиційними інструментами. В основі цієї впевненості було постійне зростання цін на житлову нерухомість починаючи з 1930-х років. Однак стрімке підвищення цих цін на початку XXI століття було вірною ознакою роздування спекулятивного пузиря. Щоб не звертати на все це увагу, потрібно було дуже сильно закривати очі та не бажати бачити факти. Напевно, справа була в тому, що надто багато людей збагачувалися за рахунок іпотечного пузиря, і ніхто не хотів від цього відмовлятися. Але доля іпотечного пузиря (як і всіх інших пузирів) вже була визначена — рано чи пізно він мав лопнути. Парадокс у тому, що фінансова система разом з інноваціями на ринку цінних паперів, без яких неможливе економічне зростання, здатні призводити не тільки до зростання, але й до катастрофічних руйнувань. Але це не означає, що потрібно відмовлятися від інновацій.

Про кризу написано безліч книг. Ось вони — стоять рядами на полицях у моєму кабінеті фінансового директора великого будівельного холдингу «Планета», заснованого моїм старшим братом Валерієм у далекому вже 1987 році. Пережила наша компанія й цю кризу, сподіваюся, переживе інші.

У 2018 році, у першому виданні, ця книга закінчувалася такими словами: «Сьогодні вже стало очевидно, що криза 2007–2009 років стала кінцем цілої епохи — воістину, великої епохи. Після кризи у світі з'явилися нові полюси впливу (і фінансового, і політичного) — Китай, арабські країни, Росія. Про однополюсний і оптимістичний світ часів глобалізації можна забути — на зміну йому приходить зовсім інший світовий порядок. А яким саме він буде — здогадатися ми поки що не можемо». А у 2025 році читач уже знає на це відповідь.

⁷²⁶ Bishop M. The Road from Ruin. How to Revive Capitalism and Put America Back on Top / M. Bishop, M. Green. — N. Y.: Crown Business, 2011. — P. 1.

ЛИТЕРАТУРА

1. 2001 Securities Industry Fact Book. – N. Y.: Securities Industry Association, 2001. – P. 28–30. – <http://www.sia.com>
2. Абрамов А. Е. Инвестиционные фонды / А. Е. Абрамов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 416 с.
3. Акерлоф Д. Spiritus Animalis или как человеческая психология управляет экономикой и почему это важно для мирового капитализма / Д. Акерлоф, Р. Шиллер. – М.: Альпина, 2010. – 273 с.
4. Аникин А. В. История финансовых потрясений. От Джона Ло до Сергея Кириенко // А. В. Аникин. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 384 с.
5. Аттали Ж. Мировой экономический кризис... А что дальше? / Ж. Аттали. – СПб.: Питер, 2009. – 176 с.
6. Базилевич В. Д. Метафизика экономики / В. Д. Базилевич, В. В. Ильин. – К.: Знання, 2010. – 925 с.
7. Бард А. Нетократия. Новая правящая элита и жизнь после капитализма / А. Бард, Я. Зондерквист. – СПб.: Изд. Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2004. – 252 с.
8. Баффет У. Предисловие к четвёртому изданию // Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. – М.: Вильямс, 2007. – С. 17–18.
9. Бегбедер Ф. 99 франков / Ф. Бегбедер. – М.: Азбука-Аттикус, 2013. – 274 с.
10. Белл Д. Грядущее постиндустриальное общество. Опыт социального прогнозирования / Д. Белл. – М.: Academia, 2004. – 788 с.
11. Белфорт Д. Волк с Уолл-стрит / Д. Белфорт. – М.: АСТ, 2014. – <http://www.litres.ru>

ЛІТЕРАТУРА

12. Бернстайн П. Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция / П. Бернстайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 247 с.
13. Бернхем Т. Подлые рынки и мозг ящера: как заработать деньги, используя знания о причинах маний, паники и крахов на финансовых рынках / Т. Бернхем. – М.: Эксмо, 2008. – 400 с.
14. Богл Д. Битва за душу капитализма / Д. Богл. – М.: Изд. Института Гайдара, 2011. – 424 с.
15. Богл Д. Инвесторы против спекулянтов. Кто на самом деле управляет фондовым рынком / Д. Богл. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2014. – 368 с.
16. Боннер У. Судный день американских финансов: мягкая депрессия XXI века / У. Боннер, Э. Уиггин. – Челябинск: Социум, 2005. – 402 с.
17. Брук К. Бал хищников / К. Брук. – М.: Тройка Диалог, 2008. – 219 с.
18. Брукс Д. Бобо в раю. Откуда берется новая элита / Д. Брукс. – М.: Литрес, 2014. – 370 с.
19. Бурроу Б. Варвары у ворот. История падения RJR Nabisco / Б. Бурроу, Д. Хельяр. – М.: Олимп-Бизнес, 2003. – 576 с.
20. Бхагавати Д. В защиту глобализации / Д. Бхагавати. – М.: Ладомир, 2005. – 448 с.
21. Бэр Х. Секьюритизация активов / Х. Бэр. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 624 с.
22. Бьюкенен П. Правые и не-правые. Как неоконсерваторы заставили нас забыть о рейгановской революции и повлияли на президента Буша / П. Бьюкенен. – М.: АСТ, 2006. – 348 с.
23. Вайн С. Глобальный финансовый кризис: механизмы развития и стратегии выживания / С. Вайн. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 302 с.
24. Гейсст Ч. Р. История Уолл-стрит / Ч. Р. Гейсст. – М.: Изд-во «Квартет-Пресс», 2001. – 480 с.
25. Гемават П. Мир 3.0: Глобальная интеграция без барьеров / П. Гемават. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 415 с.
26. Герземанн О. Ковбойский капитализм. Европейские мифы и американская реальность / О. Герземанн. – М.: ИРИСЭН, 2008. – 270 с.
27. Гиус А., де. Живая компания. Рост, научение и долгожительство в деловой среде / А. де Гиус. – Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2004. – 221 с.

ЛІТЕРАТУРА

28. Гринин Л. Е. Глобальный кризис в ретроспективе / Л. Е. Гринин, А. В. Коротаев. – М.: Либроком, 2010. – 336 с.
29. Гринспен А. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
30. Груев И. Финансови ли са финансовите пазари? / И. Груев. – София: CIELA, 2010. – 197 с.
31. Грэттон Л. Демократическое предприятие. Раскрепощение бизнеса благодаря свободе, гибкости и приверженности / Л. Грэттон. – СПб.: Стокгольмская школа экономики в Санкт-Петербурге, 2005. – 282 с.
32. Грэхем Б. Разумный инвестор / Б. Грэхем. – М.: Вильямс, 2007. – 672 с.
33. Депаμφилис Д. Слияния, поглощения и другие способы реструктуризации компании / Д. Депаμφилис. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 960 с.
34. Джонсон С. 13 банков, которые правят миром. В плену Уолл-стрит и в ожидании следующего финансового краха / С. Джонсон, А. Квак. – М.: Карьера-Пресс, 2013. – 384 с.
35. Доклад Стиглица. О реформе международной валютно-финансовой системы: уроки глобального кризиса. Доклад комиссии финансовых экспертов ООН. – М.: Международные отношения, 2010. – 328 с.
36. Дэвидсон Э. Секьюритизация ипотеки: мировой опыт, структурирование и анализ / Э. Дэвидсон, Э. Сандерс, Л. Вольф, А. Чинг. – М.: Вершина, 2007. – 592 с.
37. Зингалес Л. Капитализм для народа. Либеральная революция против коррумпированной экономики / Л. Зингалес. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2016. – 368 с.
38. Имаи М. Кайдзен ключ к успеху японских компаний / М. Имаи. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 274 с.
39. Инновации на финансовых рынках / Н. И. Берзон и др. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2013. – 420 с.
40. Иноземцев В. Л. Постиндустриализм по обе стороны Атлантики: сходство и различия // Социально-экономические модели в современном мире: В 2-х кн. Кн. 2. – М.: Экономика, 2005. – С. 3–50.
41. Ільїн В. В. Фінансова цивілізація / В. В. Ільїн. – К.: Книга, 2007. – 528 с.
42. Кастельс М. Информационная эпоха. Экономика, общество и культура / М. Кастельс. – М.: Гос. ун-т Высшая школа экономики, 2000. – 600 с.

ЛІТЕРАТУРА

43. Кембриджская экономическая история Европы Нового и Новейшего времени. В 2 т. Т. 2. 1870 – наши дни. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2013. – 624 с.
44. Киндлбергер Ч. Мировые финансовые кризисы. Мании, паники и крахи / Ч. Киндлбергер, Р. Алибер. – СПб.: Питер, 2010. – 544 с.
45. Кой е виновен за кризата? Отговорът на австрийската икономическа школа. – София: Ciel, 2010. – 230 с.
46. Койл Д. ВВП: Краткая история, рассказанная с пиететом / Д. Койл. – М.: Изд. Высшей школы экономики, 2016. – 176 с.
47. Колодко Г. Мир в движении / Г. Колодко. – М.: Магистр, 2009. – 575 с.
48. Котиков В. Хедж-фонды: игра на рынке по новым правилам / В. Котиков, Д. Нэйл. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 184 с.
49. Коэн У. Последние финансовые магнаты. Тайная история Lazard Freres & Co / У. Коэн. – К.: Companion Group, 2009. – 912 с.
50. Коэн У. Деньги и власть: как Goldman Sachs захватил власть в финансовом мире / У. Коэн. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 680 с.
51. Кругман П. Возвращение Великой депрессии? Мировой кризис глазами нобелевского лауреата / П. Кругман. – М.: Эксмо, 2009. – 336 с.
52. Кругман П. Кредо либерала / П. Кругман. – М.: Изд-во «Европа», 2009. – 368 с.
53. Ку Р. Священный Грааль макроэкономики: уроки великой рецессии в Японии / Р. Ку. – М.: Мысль, 2014. – 434 с.
54. Кэри Д. Король капитала. История невероятного взлёта, падения и возрождения Стива Шварцмана и Blackstone / Д. Кэри, Д. Моррис. – М.: Альпина Паблишер, 2014. – 377 с.
55. Лайкер Д. Дао Toyota: 14 принципов менеджмента ведущей компании мира / Д. Лайкер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 402 с.
56. Лал Д. Похвала империи. Глобализация и порядок / Лал Д. – М.: Новое издательство, 2010. – 364 с.
57. Лан В. И. США в военные и послевоенные годы / В. И. Лан. – М.: Наука, 1978. – 685 с.
58. Лейн Р. Нулевые, или Десять лет безумия Уолл-стрит глазами очевидца / Р. Лейн. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – 350 с.
59. Ливи Л. За кулисами Уолл-Стрит / Л. Ливи, Ю. Линден. – М.: Вильямс, 2004. – 288 с.

ЛІТЕРАТУРА

60. Линдси Б. Глобализация: повторение пройденного. Неопределенное будущее глобального капитализма / Б. Линдси. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. – 416 с.
61. Линч П. Переиграть Уолл-Стрит / П. Линч. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 324 с.
62. Лисон Н. Как я обанкротил «Бэрингз». Признания трейдера-мошенника / Н. Лисон. – М.: Кейс, 2011. – 470 с.
63. Ловенштайн Р. Когда гений терпит поражение. Взлёт и падение компании Long-Term Capital Management, или Как один небольшой банк создал дыру в триллион долларов / Р. Ловенштайн. – М.: Олимп-Бизнес, 2006. – 416 с.
64. Лутц Б. Парни из гаража против зануд-финансистов. Борьба за душу бизнеса / Б. Лутц. – М.: Альпина Паблишер, 2012. – 274 с.
65. Луцишин З. О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З. О. Луцишин. – К.: Вид. центр «ДрУк», 2002. – 320 с.
66. Льюис М. Покер лжецов / М. Льюис. – М.: Тройка Диалог, 2001. – 180 с.
67. Льюис М. Большая игра на понижение. Тайные пружины финансовой катастрофы / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишерз, 2011. – 280 с.
68. Льюис М. Flash Boys: высокочастотная революция на Уолл-стрит / М. Льюис. – М.: Альпина Паблишер, 2015. – 348 с.
69. Макдональд Л. Колоссальный крах здравого смысла: История банкротства банка Lehman Brothers глазами инсайдера / Л. Макдональд, П. Робинсон. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 336 с.
70. МакМиллан Л. МакМиллан об опционах / Л. МакМиллан. – М.: ИК «Аналитика», 2002. – С. 4–5.
71. Маркополос Г. Финансовая пирамида Бернарда Мэдоффа: расследование самой грандиозной аферы в истории / Г. Маркополос. – М.: Вильямс, 2012. – 368 с.
72. Мартин П. Големите финансови спекулации / П. Мартин, Б. Холнагел. – София: Литера Прима, 2003. – 313 с.
73. Меламед Л. Бегство во фьючерсы / Л. Меламед. – М.: Альпина Паблишер, 2010. – 504 с.
74. Миркин Я. М. Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. – М.: Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

ЛІТЕРАТУРА

75. Молдин Д. Развязка. Конец долгового суперцикла и его последствия / Д. Молдин, Д. Теппер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2013. – 352 с.
76. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы / С. З. Мошенский. – М.: Экономика, 2010. – 280 с.
77. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг Российской империи / С. З. Мошенский. – London: Xlibris, 2014. – 560 с.
78. Мошенський С. З. Фінансові центри України та ринок цінних паперів індустріальної епохи / С. З. Мошенський. – London: Xlibris, 2014. – 453 с.
79. Мошенський С. З. Більше ніж гроші. Фінансова історія людства / С. З. Мошенський. – К.: Саміт-книга, 2021. – 486 с.
80. Мошенський С. З. Капіталізм і бізнес. Уроки економічної історії України / С. З. Мошенський. – К.: Креативна агенція «Артіль», 2024. – 768 с.
81. Мошенський С. З. Зародження фінансового капіталізму. Доіндустріальна епоха / С. З. Мошенський. – К.: Креативна агенція «Артіль», 2025. – 288 с.
82. Мошенський С. З. Між Лондоном і Парижем. Ринок цінних паперів індустріальної епохи. / С. З. Мошенський. – К.: Креативна агенція «Артіль», 2025. – 784 с.
83. Мэддисон Э. Контуры мировой экономики в 1–2030 гг. Очерки по макроэкономической истории / Мэддисон Э. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 584 с.
84. Мэлkil Б. Г. Случайная прогулка по Уолл-стрит / Б. Г. Мэлkil. – Минск: Попурри, 2006. – 512 с.
85. Ни Дж. Инвестиционный банкир по стечению обстоятельств. Десятилетие, преобразившее Уолл-стрит: взгляд изнутри / Дж. Ни. – М.: Олимп-Бизнес, 2010. – 352 с.
86. Норберг Й. Финансовый крах / Й. Норберг. – София: МаК, 2010. – 230 с.
87. Норберг Ю. В защиту глобального капитализма / Ю. Норберг. – М.: Новое издательство, 2007. – 272 с.
88. Норман П. Сантехники и провидцы. Расчёты по сделкам с ценными бумагами и европейский финансовый рынок / П. Норман. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 528 с.
89. Ослунд А. И последние станут первыми: финансовый кризис в Восточной Европе / А. Ослунд. – М.: Мысль, 2011. – 240 с.
90. Перес К. Технологические революции и финансовый капитал: Динамика пузырей и периодов процветания / К. Перес. – М.: Дело, 2011. – 232 с.

91. Перкинс Дж. Экономический убийца объясняет, почему рухнули финансовые рынки и как их возродить / Дж. Перкинс. – М.: Эксмо, 2010. – 272 с.
92. Портер М. Японская экономическая модель: может ли Япония конкурировать? / М. Портер, Х. Такеути, М. Сакакибара. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 262 с.
93. Раджан Р. Линии разлома: скрытые трещины, всё ещё угрожающие мировой экономике / Р. Раджан. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – 416 с.
94. Райнерт Э. С. Как богатые страны стали богатыми, и почему бедные страны остаются бедными / Э. С. Райнерт. – М.: Изд. Высшая школа экономики, 2011. – 384 с.
95. Райх Р. Послешок. Экономика будущего / Р. Райх. – М.: Карьера-пресс, 2012. – 193 с.
96. Рапош П. Кризисы и современный капитализм / П. Рапош. – М.: Политиздат, 1986. – 224 с.
97. Рейнхарт К. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. Рейнхарт, К. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2011. – 528 с.
98. Робин К. Реакционный дух. Консерватизм от Эдмунда Бёрка до Сары Пейлин / К. Робин. – М.: Изд. Института Гайдара, 2013. – 312 с.
99. Рокфеллер Д. Клуб банкиров / Д. Рокфеллер. – М.: Алгоритм, 2012. – 336 с.
100. Рольф Д. Мартышкин труд. Уолл-стрит изнутри / Д. Рольф, П. Трууб. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 232 с.
101. Рубини Н. Нуриэль Рубини: как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям // Рубини Н., Мим С. – М.: Эксмо, 2011. – 384 с.
102. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
103. Рэнд А. Возвращение примитива. Антииндустриальная революция / А. Рэнд. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 347 с.
104. Сакс Д. Цена цивилизации / Д. Сакс. – М.: Изд. Института Гайдара, 2012. – 352 с.
105. Селищев А. С. Китайская экономика в XXI веке / А. С. Селищев, Н. А. Селищев. – СПб.: Питер, 2004. – 240 с.
106. Скидельски Р. Кейнс. Возвращение мастера / Р. Скидельски. – М.: Юнайтед Пресс, 2011. – 253 с.
107. Слейтер Р. Джордж Сорос: жизнь, идеи и сила величайшего инвестора в мире / Р. Слейтер. – М.: Эксмо, 2010. – 352 с.

ЛІТЕРАТУРА

108. Соркин Э. Слишком большие, чтобы рухнуть / Э. Соркин. – М.: Астрель, 2012. – 576 с.
109. Сорос Дж. Мыльный пузырь американского превосходства. На что следует направить американскую мощь / Дж. Сорос. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 192 с.
110. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
111. Сорос Дж. Эпоха ошибок: мир на пороге глобального кризиса / Дж. Сорос. – М.: Юнайтед Пресс, 2010. – 202 с.
112. Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. – М.: Диалектика, 2011. – 347 с.
113. Сталкер П. Мировые финансы / П. Сталкер. – М.: Книжный клуб, 2013. – 224 с.
114. Стюарт Д. Алчность и слава Уолл-Стрит / Д. Стюарт. – М.: Альпина, 2000. – 627 с.
115. Туруев И. Б. Мировое значение американских финансовых институтов / И. Б. Туруев. – М.: МАКС Пресс, 2003. – 320 с.
116. Уилсон Р. Корпоративные облигации: структура и анализ / Р. Уилсон, Ф. Фабоцци. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 445 с.
117. Фаррелл Г. Крах титанов / Г. Фаррелл. – М.: Альпина паблишер, 2012. – 412 с.
118. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
119. Филипенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты / А. С. Филипенко. – М.: Экономика, 2010. – 511 с.
120. Флорида Р. Креативный класс: Люди, которые создают будущее / Р. Флорида. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2016. – 384 с.
121. Форбс С. Спасёт ли нас капитализм? Экономика эпохи iPod / С. Форбс, Э. Эймс. – М.: Альпина Паблишер, 2011. – 394 с.
122. Холлингсуорт М. Лондонград. Из России с наличными. История олигархов из первых рук / М. Холлингсуорт, С. Лэнсли. – М.: Астрель, 2010. – 416 с.
123. Чиркова Е. Анатомия финансового пузыря / Е. Чиркова. – М.: Кейс, 2010. – 416 с.
124. Швагер Дж. Новые маги рынка: беседы с лучшими трейдерами Америки / Дж. Швагер. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 652 с.

125. Шиллер Р. Иррациональный оптимизм. Как безрассудное поведение управляет рынками / Р. Шиллер. – М.: Альпина Паблишер, 2013. – 424 с.
126. Шиллер Р. Финансы и хорошее общество / Р. Шиллер. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2014. – 504 с.
127. Шрёдер Э. Уоррен Баффет. Лучший инвестор мира / Э. Шрёдер. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2012. – 800 с.
128. Шэксон Н. Люди, обокравшие мир. Правда и вымысел о современных офшорных зонах / Н. Шэксон. – М.: Коммерсантъ, 2012. – 382 с.
129. Эйхенгрин Б. Непомерная привилегия. Взлёт и падение доллара / Б. Эйхенгрин. – М.: Издательство института Гайдара, 2013. – 320 с.
130. Энг М. Мировые финансы / М. Энг, Ф. Лис. Л. Майер. – М.: ДеКа, 1998. – 768 с.
131. Явлинский Г. А. Рецессия капитализма – скрытые причины. Realekonomik / Г. А. Явлинский. – М.: Высшая школа экономики», 2014. – 184 с.
132. Abramson P. Value Change in Global Perspective / P. Abramson, R. Inglehart. – Ann Arbor: The University of Michigan Press, 1998. – 180 p.
133. Alden W. Drexel, 25 Years After Its Collapse, Only Helps a Résumé / W. Alden // The New York Times. – 2015. – 13 Feb.
134. Alletzhauser A. The House of Nomura: The Inside Story of the Legendary Japanese Financial Dynasty / A. Alletzhauser. – N. Y.: Harper Collins, 1991. – 368 p.
135. Almond G. The Civic Culture: Political Attitudes and Democracy in Five Nations / G. Almond, S. Verba. – Princeton, NJ: Princeton University Press, 1963 – 562 p.
136. Amato M. The End of Finance / M. Amato, L. Fantacci. – Cambridge: Polity Press, 2012. – 313 p.
137. Ante S. Creative Capital. George Doriot and the Birth of Venture Capital / S. Ante. – Boston: Harvard Business Press, 2008. – 299 p.
138. Arenson K. Anderson Firm is Found Guilty of Fraud / K. Arenson // The New York Times. – 1981. – Nov. 5.
139. August 9, 2007: The Day the Mortgage Crisis Went Global. A look at the problems exposed by the events that day and what investors, bankers have learned since then // The Wall Street Journal. – 2017. – Aug. 9.
140. Baker J. The German Stock Market: Its Operations, Problems and Prospects / J. Baker. – N. Y.: Praeger, 1970. – 204 p.

141. Baskin J. A History of Corporate Finance / J. Baskin, P. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.
142. Bayley M. Technology Meets Regulation // Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – P. 63–71.
143. Berger A. The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences and Implications for the Future / A. Berger, R. Demsetz, P. Strahan P. // Journal of Banking and Finance. – Vol. 23, 1999. – P. 135–194.
144. Bernanke B. Monetary Policy and Asset Price Volatility / B. Bernanke, M. Gertler // New Challenges for Monetary Policy. – Federal Reserve Bank of Kansas City, 1999. – P. 77–128.
145. Bernanke B. The Global Saving Glut and the U. S. Current Account Deficit / B. Bernanke // Remarks at the Sandridge Lecture – Richmond (Virginia): Virginia Association of Economics, 2005. – <http://www.federalreserve.gov>
146. Berners-Lee T. Weaving the Web: Origins and Future of the World Wide Web / T. Berners-Lee. – N. Y.: Texere Publishing, 1999. – 256 p.
147. Bernstein J. Toyoda Automatic Looms and Toyota Automobiles / J. Bernstein // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 398–440.
148. Bernstein J. Japanese Capitalism / J. Bernstein // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 441–480.
149. Bianco A. The King of Wall Street // Business Week. – 1985. – Dec. 9.
150. Billard M. The Executive Life / M. Billard // The New York Times. – 1992. – March 1.
151. Bird G. Commercial Bank Lending and Third World Debt / G. Bird. – London: Springer, 1989. – 149 p.
152. BIS Quarterly Review. – 2000. – November. – <http://www.bis.org>
153. BIS Quarterly Review. – 1998. – November. – <http://www.bis.org>

154. Bishop M. The Road from Ruin. How to Revive Capitalism and Put America Back on Top / M. Bishop, M. Green. – N. Y.: Crown Business, 2011. – 375 p.
155. Bhagwati J. US Trade Policy: The China Question. Prepared Remarks before the Senate Finance Committee / J. Bhagwati. – 2007. March 27. – <http://www.cfr.org>
156. Bloomberg: Clinton Urges China to Keep Buying Treasuries. – <http://www.joeslat.blogspot.com>
157. Bonner W. The New Empire of Debt. The Rise and Fall of Epic Finance Bubble / W. Bonner, A. Wiggins. – N. Y.: Wiley, 2009. – 356 p.
158. Bordo M. When do Stock Market Booms occur? The Macroeconomic and Policy Environments of Twentieth Century Booms / M. Bordo, D. Wheelock // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. Ed. J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 416–449.
159. Botticelli P. British Capitalism and the Three Industrial Revolutions / P. Botticelli // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 49–93.
160. Brady N. Report of the Presidential Task Force on Market Mechanism, submitted to the President of the United States, the Secretary of Treasury and the Chairman of the Federal Reserve Board / N. Brady, J. Cotting, Kirby R. etc. – Washington, 1988. – 400 p. – <http://www.archive.org>
161. Brandeis R. El Dinero de los Demos / R. Brandeis. – Barcelona: Ariel, 2012. – 202 p.
162. Brenner R. The Boom and the Bubble: The US in the World Economy / R. Brenner. – London: Verso, 2003. – 331 p.
163. Britton A. Monetary Regimes of the 20th Century / A. Britton. – Cambridge: Cambridge University Press, 2001. – 244 p.
164. Brooks D. Bobos in Paradise: the New Upper Class and How They Got There / D. Brooks. – N. Y.: Simon & Schuster, 2000. – 288 p.
165. Bruchey S. Modernization of the American Stock Exchange, 1971–1979 / S. Bruchey. – N. Y.: Routledge, 1991. – 212 p.
166. Bruck C. The Predators' Ball: The Junk Bond Raiders and the Man Who Staked Them / C. Bruck. – N. Y.: Simon and Shuster, 1988. – 385 p.
167. Buffet W. You Pay a Very High Price in the Stock Market for a Cheery Consensus / W. Buffet // Forbes. – 1979. – 6 Aug.

168. Bytheway S. Investing Japan. Foreign Capital, Monetary Standards, and Economic Development, 1859–2011 / S. Bytheway. – Harvard: Harvard University Press, 2014. – 286 p.
169. Campbell J. Forced Sales and House Prices / J. Campbell, S. Giglio, P. Pathak // American Economic Review. – 2011. – Vol. 101. – № 5. – P. 2108–2131.
170. Carey D. King of Capital. The Remarkable Rise, Fall, and Rise Again of Steve Schwarzman and Blackstone / D. Carey, J. Morris. – N. Y.: Crown Business, 2010. – 391 p.
171. Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.
172. Cassis Y. Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finance / Y. Cassis. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 200 p.
173. Castells M. The Information Age. Vol. 1. The Rise of the Network Society / M. Castells. – Oxford: Blackwell Publishers, 1996. – 624 p.
174. Chance G. China and the Credit Crisis. The Emergence of a New World Order / G. Chance. – Singapore: Wiley, 2010. – 223 p.
175. Chancellor E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / E. Chancellor. – N. Y.: Plume, 2000. – 386 p.
176. Clark A. How to Set Up a Hedge Fund / A. Clark // The Guardian. – 2008. – 6 August.
177. Cleveland H. Citibank, 1812–1970 / H. Cleveland, T. Huertas. – Cambridge, MA: Harvard University Press, 1985. – 456 p.
178. Cole R. Merrill Fee is Fair, Court Says / R. Cole // The New York Times. – 1981. – Dec. 29.
179. Cox C. Regulatory Implications of Computerized Communications in Securities Markets / C. Cox, B. Kohn // Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – P. 7–18.
180. Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – 711 p.
181. Crimmings C. Carlyle's Rubinstein Sees No Buyout Crash / C. Crimmings. – Reuters. – 2006. Jan. 25.
182. Crove P. So you want to be a Wall Street banker? Here's how much you'll get paid / P. Crove, A. Kiersz // Business Insider. – 2016. – 18 Aug. – <http://www.businessinsider.com>

183. Deacon J. Global Securitisation and CDO's / J. Deacon. – L.: John Wiley & Sons, 2004. – 674 p.
184. Denby D. The Quarter of Living Dangerously: How Greed Becomes a Way of Life / D. Denby // New Yorker. – 2000. – April 24, May 1.
185. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act – <https://www.bostonfed.org>
186. Destler I. Dollar Politics: Exchange Rate Policymaking in the United States / I. Destler, C. Randall Henning. – Washington: Institute for International Economics, 1989. – 174 p.
187. Deutsche Bundesbank Capital market statistics June, 2005. Statistical Supplement to the Monthly Report 2. – <http://www.bundesbank.de>
188. Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1990–1998. – Frankfurt, 1999. – P. 46–47.
189. Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991–2004. – Frankfurt, 2005. – P. 103.
190. Deutsche Bundesbank. Securities deposits. August 2005. – P. 32 – <http://www.bundesbank.de>
191. Devlin R. Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story / R. Devlin. – Princeton: Princeton University Press, 1989. – 320 p.
192. Dirks R. The Great Wall Street Scandal / R. Dirks, L. Gross. – N. Y.: McGraw-Hill, 1974. – 295 p.
193. Dore R. Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany versus Anglo-Saxons / R. Dore. – Oxford: Oxford University Press, 2000. – 264 p.
194. Dosoo G. The Eurobond Market / G. Dosoo, P. Gallant – London: Woodhead-Faulkner, 1992. – 321 p.
195. Drummond H. Escalation in Decision-Making: The Tragedy of Taurus / H. Drummond. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – 237 p.
196. Duka J. Democratization of America's Capital Market / J. Duka // Federal Reserve Bank of Dallas/ Economic and Financial Review. – 2001. – Second Quarter. – P. 10–19.
197. Dunaway S. Global Imbalances and the Financial Crisis / S. Dunaway. – N.Y.: Council of Foreign Relations, 2009. – 44 p.
198. ECB injects 95 bn to aid markets // Financial Times. – 2007. – Aug. 10.
199. Edelstein R. Japanese Land Prices: Explaining the Boom-Bust Cycle / R. Edelstein, J. Paul // Asia's Financial Crisis and The

- Role of Real Estate. Ed. M. Koichi, B. Renaud. – N. Y.: M. E. Sharp publ., 2000. – P. 65–82.
200. Edwards G. The Evolution of Finance Capitalism / G. Edwards. – N. Y.: A. M. Kelley, 1938. – 429 p. (репринт – N. Y.: Martino Fine Books, 2014. – 448 p.)
201. Edwards J. Banks, Finance and Investment in Germany / J. Edwards, K. Fischer. – Cambridge: Cambridge University Press, 1994. – 252 p.
202. Eichengreen B. Globalizing Capital. A History of the International Monetary System / B. Eichengreen. – Princeton: Princeton University Press, 2008. – 265 p.
203. Eichengreen B. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods / B. Eichengreen. – Cambridge, MA: The MIT Press, 2010. – 187 p.
204. Eichengreen B. Halls of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses – and Misuses – of History / B. Eichengreen. – Oxford: Oxford University Press, 2015. – 512 p.
205. Eichenwald K. The Milken Sentence; Milken Gets 10 Years for Wall St. Crimes / K. Eichenwald // The New York Times. – 1990. – Nov. 22.
206. Eichenwald K. Milken Defends “Junk Bonds” As He Enters His Guilty Plea / K. Eichenwald // The New York Times. – 1990. – Apr. 25.
207. Ehrenreich B. The Trouble with the Super-Rich / B. Ehrenreich // The Nation. – 2007. – June 12.
208. Einzig P. The Euro-bond Market / P. Einzig. – L.: Macmillan, 1969. – 219 p.
209. Eisenhower D. The White House Years: Waging Peace, 1956–1961 / D. Eisenhower. – N. Y.: Doubleday, 1965. – P. 661.
210. Faber M. Tomorrow’s Gold. Asia’s Age of Discovery / M. Faber. – Hong Kong: CLSA Books 2008. – 345 p.
211. Fabrizio K. Federal Role in Financing Major Innovations: Information Technology during the Postwar Period / R. Fabrizio, D. Moverly // Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2009. – P. 282–316.
212. Farrel D. The World’s New Financial Power Brokers / D. Farrell, S. Lund // McKinsey Quarterly: The Online Journal of McKinsey & Co. – <http://www.mckinseyquarterly.com>
213. Farrell D. Offshoring: Is it a win-win game? / D. Farrell etc. – McKinsey Global Institute. – <http://www.mckinsey.com>

214. Fear J. German capitalism / J. Fear // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions* / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 135–182.
215. Feder B. Westinghouse Net up 5% in Quarter / B. Feder // *The New York Times*. – 1982. – Apr. 13.
216. Feldstein M. Housing, Credit Markets and the Business Cycle / M. Feldstein. – NBER Working Paper, № 13. October 2007. – 496 p.
217. Ferguson N. *The Ascent of Money. A Financial History of the World* / N. Ferguson. – N. Y.: The Penguin Press, 2008. – 431 p.
218. Ferguson N. *High Financier. The Lives and Time of Siegmund Warburg* / N. Ferguson. – N. Y.: Penguin Press, 2010. – 548 p.
219. Feuer A. Standing Accused: A Pillar of Finance and Charity / A. Feuer, C. Haughney // *The New York Times*. – 2008, Dec. 12.
220. Fisher J. *When Money Was in Fashion. Henry Goldman, Goldman Sachs and the Founding of Wall Street* / J. Fisher. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2010. – 278 p.
221. Fisher L. Rates of Return on Investments in Common Stock; the Year-by-Year Record, 1926–1965/ L. Fisher, J. Lorie // *The Journal of Business*. – 1968. – Vol. XLI. № 3. – P. 291–316.
222. Financial Institutions Reconstruction, Recovery and Enforcement Act. – <https://www.fdic.gov>
223. Financial Services Act 1986 – <http://www.legislation.gov.uk>
224. *Financing Innovation in the United States, 1870 to the Present* / Ed. by N. Lamoreaux, K. Sokoloff. – Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2009. – 503 p.
225. Fink M. *The Rise of Mutual Funds: An Insider's View* / M. Fink. – Oxford: Oxford University Press, 2011. – 341 p.
226. Fitzpatrick D. J.P. Morgan Commodities Chief Takes the Heat / D. Fitzpatrick // *The Wall Street Journal*. 9 October 2010. – <https://www.wsj.com>
227. Fleckenstein W. *Greenspan's Bubbles. The Age of Ignorance at the Federal Reserve* / W. Fleckenstein. – N. Y.: McGraw Hill, 2008. – 194 p.
228. Florida R. *The Rise of the Creative Class: And How It's Transforming Work, Leisure, Community and Everyday Life* / R. Florida. – N. Y.: Basic Books, 2002 – 404 p.
229. Florida R. *The Flight of the Creative Class. The New Global Competition for Talent* / R. Florida. – N. Y.: Harper, 2005. – 326 p.

230. Fredman A. *How Mutual Funds Work* / A. Fredman, R. Wiles. – N. Y.: New York Institute of Finance, 1998. – 394 p.
231. Frieden J. *Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century* / J. Frieden. – N. Y.: Norton, 2006. – 556 p.
232. Friend I. *The Over-the-counter Securities Markets: Based on a Series of Monographs* / I. Friend. – N. Y.: McGraw-Hill Book Company, 1958. – 485 p.
233. *Fund Management*. – L.: IFSL, 2005. – P. 7. – <http://www.ifsl.org.uk>
234. Galbraith J. *A Short History of Financial Euphoria* / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 96–97.
235. Garn - St. Germain Depository Institutions Act. – <https://www.fdic.gov>
236. Gaston Gelos R. *Transparency and International Investor Behavior* / R. Gaston Gelos, Shang-Jin Wei. – NBER Working Papers № 9260. 2002. – 37 p.
237. Gaughan P. *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring* / P. Gaughan. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2002. – 632 p.
238. Geisst C. *Visionary Capitalism. Financial Markets and the American Dream in the Twentieth Century* / C. Geisst. – N. Y.: Praeger, 1990. – 191 p.
239. Geisst C. *Exchange Rate Chaos: Twenty Five Years of Finance and Consumer Democracy* / C. Geisst. – London: Routledge, 1995. – 184 p.
240. Geisst C. *Beggar Thy Neighbour. A History of Usury and Debt* / C. Geisst. – Philadelphia: University of Pennsylvania Press, 2013. – 388 p.
241. Giannuli A. 2012: *La Granfe Crisi* / A. Giannuli. – Milano: Ponte Alle Grazie, 2010. – 385 p.
242. Ghoshal S. *The Individualized Corporation. A Fundamentally New Approach to Management* / S. Ghoshal, C. Bartlett. – N. Y.: Harper, 1997. – 353 p.
243. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2016*. – <http://www.fsb.org>
244. Goldfarb J. *The M.&A. Predators at Michael Milken's Ball* / J. Goldfarb // *The New York Times*. – 2015. – April 29.
245. Goldstein T. *Wall Street Rascal: Raymond L. Dirks, he's Down bit not Out* / T. Goldstein // *The New York Times*. – 1983. – Jan. 2.
246. Godby R. *The European Financial Crisis. Debt, Growth and Economic Policy* / R. Godby. – N. Y.: Business Expert Press, 2014. – 221 p.

247. Gramm – Leach – Bliley Act of 1999. – <https://www.gpo.gov>
248. Graeber D. Debt. The First 5000 years / D. Graeber. – N. Y.: Melvillehouse, 2011. – 534 p.
249. Grant D. Bulls, Bears and Elephants: A History of the New Zealand Stock Exchange / D. Grant. – Wellington: Victoria University Press, 1997. – 414 p.
250. Green E. The Conservatives and the City / E. Green // // The British Government and the City of London in the Twentieth Century / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – P. 153–173.
251. Greenhouse L. High Court Back Stock Analyst who Told Clients about a Fraud / L. Greenhouse // The New York Times. – 1983. – July 2.
252. Greenspan A. Age of Turbulence: Adventures in a New World / A. Greenspan. – N. Y.: Penguin Books, 2008. – 563 p.
253. Greider W. Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country / W. Greider. – N. Y.: Simon and Schuster, 1989. – 798 p.
254. Gremillion L. Mutual Fund Industry Handbook / L. Gremillion. – Hoboken (NJ): John Wiley, 2005. – 381 p.
255. Gross D. Don't Hate Them Because They're Rich / D. Gross // New York Magazine. – 2005. – Apr. 11.
256. Gudrais E. Flocking to Finance / E. Gudrais // Harvard Magazine. – 2008. – May-June. – P. 17–18.
257. Gurdus E. Billionaire Warren Buffett more than doubled his holdings in Apple in 2017 / E. Gurdus. – <http://www.cnbc.com>
258. International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – 278 p.
259. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. September 2004. – <http://www.imf.org>
260. International Monetary Fund. Global Financial Stability Report. April 2009. – <http://www.imf.org>
261. Irvin N. Rules for Money Market Funds Arrive, Finally / N. Irvin // The New York Times. – 2014. – July 14.
262. Isaacs J. Japanese Securities Market / J. Isaacs, T. Ejiri. – L.: Euromoney, 1990. – 306 p.
263. Ito H. East Asia and Global Imbalance: Saving, Investment and Financial Development / H. Ito, M. Chinn // NBER Working Paper 13364. – <http://papers.nber.org>

264. Hakim D. Hedge Fund Industry Creates a Dinosaur: The Macro Manager / D. Hakim // The New York Times. – 2000. – May 6.
265. Halling M. Where Is the Market? Evidence from Crosslisting in the US / V. Halling, M. Pagano, O. Randl, J. Zechner. – University of Vienna working paper, 2006. – 29 p. – <http://www.nccr-finrisk.uzh.ch>
266. Hansel S. John Meriwether Rides Again, Without Salomon This Time / S. Hansel // The New York Times. – 1993. – 5 Sept.
267. Havrylyshyn O. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature / O. Havrylyshyn, D. McGettigan. – IMF Working Paper. Jan. 1999. – 44 p. – <https://www.imf.org>
268. Hearing on Confirmation of Mr. Timothy F. Geithner to be Secretary of U.S. Department of Treasury (Jan. 21, 2009). – <http://www.finance.senate.gov>
269. Hemel D. 07 Men Make More / D. Hemel // Harvard Crimson. – 2007. – June 6.
270. Henriques D. Bernard Cornfield, 67, Dies: Led Flamboyant Mutual Fund / D. Henriques // The New York Times. – 1995. – March 2.
271. Here is the big reason banks are safer than a decade ago // Financial Times. – 2017. 22 Aug. – <https://www.ft.com>
272. Himmelberg C. Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals, and Misperceptions / C. Himmelberg, C. Mayer, T. Sinai // Journal of Economic Perspectives. – 2005. – Vol. 19. – P. 67–92.
273. Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1957. – Washington, DC: U. S. Department of Commerce, 1961. – 789 p.
274. Holtfrerich C. Frankfurt as a Financial Centre / C. Holtfrerich. – Munich: C. H. Beck, 1999. – 365 p.
275. Homer S. A History of Interest Rates / S. Homer, R. Sylla. – New Brunswick: Rutgers University Press, 1996. – 688 p.
276. Hsu S. Financial Crises. 1929 to the Present / S. Hsu. – Northampton: Edward Elgar, 2013. – 178 p.
277. Hubbard G. The Economics of Great Powers From Ancient Rome to Modern America / G. Hubbard, T. Kane. – N. Y.: Simon and Schuster, 2013. – 351 p.
278. Huertas T. Crisis. Cause, Containment and Cure / T. Huertas. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2011. – 244 p.
279. Jaffe S. Capital of Capital. Money, Banking + Power in New York City, 1784–2012 / S. Jaffe, J. Lautin. – N. Y.: Columbia University Press, 2014. – 298 p.

280. Janossy F. The End of the Economic Miracle: appearance and reality in economic development / F. Janossy. – White Plains, N. Y.: International Arts and Sciences Press, 1971. – 269 p.
281. Jenkins P. A decade on from the financial crisis, what have we learnt? / P. Jenkins. – <https://www.ft.com>
282. Johnson D. The Lavender Scare: The Cold War Persecution of Gays and Lesbians in the Federal Government / D. Johnson. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 312 p.
283. Johnson L. The Vantage Point: Perspectives of the Presidency, 1963–1969 / L. Johnson. – N. Y.: Holt, Rinehart & Winston, 1971. – 636 p.
284. Jones G. British Multinational Banking 1830–1990 / G. Jones. – Oxford: Oxford University Press, 1993. – 511 p.
285. Jones T. How a Clinton-Era Rule Rewrite Made Subprime Crisis Inevitable / T. Jones // Investor's Business Daily. – 2008. – Sept. 24.
286. Josephy A. The U. S.: A Strong and Stable Land / A. Josephy // Time. – 1953. – 14 Sept.
287. Kaplan E. The Waning of the Long-Term Bond / E. Kaplan // Dun's Business Month. – 1985, June. – P. 40–42.
288. Katz A. Our Lot: How Real Estate Came to Own Us / A. Katz. – N. Y.: Bloomsbury, 2009. – 304 p.
289. Kaufman A. Kohlberg Kravis Roberts & Co and the Restructuring of American Capitalism / A. Kaufman, E. Englander // Business History Review. – 1993 – Vol. 67. N. 1. – P. 52–97.
290. Kaufman H. The Road to Financial Reformation / H. Kaufman. – N. Y.: Wiley, 2009. – 260 p.
291. Kendall A. A Primer on Securitization / L. Kendall, M. Fishman. – Cambridge (MA): MIT Press, 2000. – 189 p.
292. Keynes J. M. The Economic Consequences of Peace / Keynes J. M. – Los Angeles: Indo-European Publishing, 2010. – P. 6.
293. King M. Speech by Mervin King to the CBI. 21 Oct. 2008 / M. King. – Leeds: Institute of Directors. Chamber of Commerce and Yorkshire Forward, 2008. – P. 2.
294. King M. The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy / M. King. – N. Y.: W. W. Norton & Company, 2016. – 368 p.
295. Kho B. U. S. Bank, Crises and Bailouts: From Mexico to LCTM / B. Kho, D. Lee, R. Stulz // American Economic Review. – 2000. – Vol. 90, № 2. – P. 28–31.

296. Klwacova E. Svetova Economicka Krize / E. Klwacova, Mracek K. etc. – Praha: Professional Publishing, 2009. – 101 p.
297. Kornbluth J. Highly Confident: The Crime and Punishment of Michael Milken / J. Kornbluth. – N. Y.: William Morrow, 1992. – 384 p.
298. Kowan E. How Regan Sees the Budget / E. Kowan // The New York Times. – 1981. – Oct. 18.
299. Krozner R. The Economics and Politics of Financial Modernization / R. Krozner // Economic Policy Review. – 2000. – 2000. – Vol. 6, № 4. – P. 25–37.
300. Lack S. The Hedge Fund Mirage: The Illusion of Big Money and Why It's Too Good to Be True / S. Lack. – N. Y.: Wiley, 2011. – 208 p.
301. Lack S. Bonds Are not Forever. The Crisis Facing Fixed Income Investors / S. Lack. – N. Y.: Wiley, 2013. – 226 p.
302. Lambert E. The Futures. The Rise of the Speculator and the Origins of the World's Biggest Markets / E. Lambert. – N. Y.: Basic Books, 2011. – 225 p.
303. Lardy N. Sustaining China's Economic Growth After the Global Financial Crisis / N. Lardy. – Washington: Peterson Institute for International Economics, 2012. – 181 p.
304. Larsen P. Goldman Pays the Price of Being Big / P. Larsen // Financial Times. – 2007. – Aug. 13.
305. Leibovich M. MicroStrategy's CEO Sped to the Brink / M. Leibovich // Washington Post. – 2002. – Jan. 6.
306. Leonard T. Bernard Madoff: Wall Street's Wizard of Oz / T. Leonard // The Telegraph. – 2008. – Dec. 14. – <http://www.telegraph.co.uk>
307. Les porteurs de valeurs mobilières en 2004 // Euronext, Banque de France. – Septembre 2005. – <http://www.euronext.com>
308. Lessons from the Financial Crisis. Causes, Consequences and Our Economic Future [Ed. R. Colb]. – N. Y.: Wiley, 2010. – 667 p.
309. Lewis P. Business Technology; Netscape Knows Fame and Aspires to Fortune / P. Lewis // The New York Times. – 1995. – March 1.
310. Lewis M. Rubin Red-Faced over Enron? / M. Lewis // Forbes. – 2002. – February 11.
311. Li W. Did Bankruptcy Reform Cause Mortgage Default to Rise? / W. Li, M. White, N. Zhu. – NBER Working Paper 15968, 2010.

312. Lindsey L. Yuan compromise? / L. Lindsey // Wall Street Journal. – 2006. – April 6.
313. Littlewood J. The Stock Market: 50 Years of Capitalism at Work / J. Littlewood. – L.: Financial Times – Pitman, 1998. – 482 p.
314. Lonsdale C. The UK Equity Gap: The Failure of the Government Policy Since 1945 / C. Lonsdale. – Aldershot: Farnham (UK), 1997. – 238 p.
315. Lowenstein R. When Genius Failed. The Rise and Fall of Long-Term Capital Management / R. Lowenstein. – N. Y.: Random House, 2001. – 288 p.
316. Lubasch A. S.E.C. Charges Dirks With Misusing Funds / A. Lubasch. – // The New York Times. – 1982. – Feb. 27.
317. Lueck T. Bizarre Proxy Fight For Global / T. Lueck // The New York Times. – 1982. – Sept. 13.
318. MacFarquar L. A Beltway Billionaire and His Big Ideas / L. MacFarquar // New Yorker. – 2000. – Apr. 3.
319. Madrick J. Age of Greed. The Triumph of the Finance and the Decline of America. 1970 to the Present / J. Madrick. – N. Y.: Vintage Books, 2012. – 465 p.
320. Martin D. Robert Citron, Culprit in California Fraud, Dies at 87 / D. Martin // The New York Times. – 2013. – Jan. 17.
321. Mathews J. Struggle and Survival on Wall Street: The Economics of Competition among Securities Firms / J. Mathews. – N. Y.: Oxford University Press, 1994. – 288 p.
322. Mason J. How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions? / J. Mason, J. Rosner. – <http://www.papers.ssrn.com>
323. May 26, 1995: Gates, Microsoft Jump on “Internet Tidal Wave” // Wired. – 1995. – May 26. – <http://www.wired.com>
324. McCann H. Offshore Finance / H. McCann. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 540 p.
325. McKinsey Global Institute. Mapping Global Capital Markets. Fifth Annual Report. October 2008. – <http://www.mckinsey.com>
326. Medina H. Corrected opinion of Harold R. Medina, United States circuit judge in United States of America, plaintiff v. Henry S. Morgan, Harold Stanley, et al. / H. Medina. – N. Y.: Southern District, 1954. – P. 2.
327. Melamed L. Leo Melamed on the Markets / L. Melamed. – N. Y.: John Wiley, 1993. – 278 p.

328. Melamed L. *Reminiscences of a Refugee* // Melamed L. *For Crying Out Loud: From Open Outcry to the Electronic Screen* / L. Melamed. – N. Y.: John Wiley and Sons, 2009. – 352 p.
329. Mera K. *Land Price Ascent and Government Response in Japan* / K. Mera // *Asia's Financial Crisis and the Role of the Real Estate*. Ed. K. Mera, R. Bertrand. – London: M. E. Sharp, 2000. – P. 27–63.
330. *Mergers and Acquisitions* / Ed. A. Auerbach – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – 118 p.
331. Mian A. *House of Debt* / A. Mian, A. Sufi. – Chicago: University of Chicago Press, 2015. – 229 p.
332. Michael Milken's Guilt // *The New York Times*. – 1990. – Apr. 26.
333. Michie R. *The City of London. Continuity and Change, 1850–1990* / R. Michie. – L.: Macmillan, 1992. – 238 p.
334. Michie R. *The London Stock Exchange. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 1999. – 682 p.
335. Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
336. McCaffrey D. *Wall Street Policies Itself: How Securities Firms Manage the Legal Hazards of Competitive Pressure* / D. McCafrey, D. Hart. – N. Y.: Oxford University Press, 1998. – 224 p.
337. Mikuni A. *Japan's Policy Trap: Dollars, Deflation, and the Crisis of Japanese Finance* / A. Mikuni, R. Taggart Murphy. – Brookings Institution Press, 2004. – 304 p.
338. Moggridge D. *Maynard Keynes: An Economist's Biography* / D. Moggridge. – London: Routledge, 1992. – 941 p.
339. Morawski W. *Historia Finansow wspolczesnego swiata od 1900 roku* / W. Morawski. – Warszawa: Difin, 2008. – 127 s.
340. Morgenson G. *Investors Beware; Many Holes Weaken Safety Net For Victims of Failed Brokerages* / G. Morgenson // *The New York Times*. – 2000. – Sept. 25.
341. Morgenson G. *Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk* / G. Morgenson // *The New York Times*. – 2008. – Sept 27.
342. Morgenson G. *Citigroup Hires Mr. Inside* / G. Morgenson, A. Martin // *The New York Times*. – 2009. – October 10.
343. Morgenson G. *Reckless Endangerment: How Outsized Ambition, Greed, and Corruption Led to Economic Armageddon* / G. Morgenson, J. Rosner. – N. Y.: Macmillan, 2011. – 352 p.

344. Morris Ch. Money, Greed, and Risk: Why Financial Crises and Crashes Happen / Ch. Morris. – N. Y.: Times Business, 1999. – 297 p.
345. Moss D. The Deutsche Bank / D. Moss // Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 229–263.
346. Musilek P. Trhy Cennych Papiru / P. Musilek. – Praha: Ekopress, 2010. – 519 p.
347. Nakagawa Y. Japan, the Welfare Super-Power / Y. Nakagawa // Journal of Japanese Studies. 1979. – Vol. 5. № 1. – P. 5–51.
348. Nash G. The Conservative Intellectual Movement in America since 1945 / G. Nash. – Wilmington: Intercollegiate Studies Institute, 1998. – 467 p.
349. Naylor R.T. Hot Money and the Politics of Debt / R.T. Naylor. – Montreal: McGill-Queen's Press, 2004. – 536 p.
350. Nawrot W. Globalny Kryzys Finansowy XXI wieku / W. Nawrot. – Warszawa: CeDeWu, 2009. – 2015 p.
351. Nino-Becerra S. Mas Alla del Crash / S. Nino-Becerra. – Barcelona: Los Libros del Lince, 2011. – 190 p.
352. Nixon R. Address to the Nation Outlining a New Economic Policy: The Challenge of Peace. August 15, 1971 / R. Nixon. – <http://www.presidency.ucsb.edu>
353. Nocera J. A Piece of the Action. How the Middle Class Joined the Money Class / J. Nocera. – N. Y.: Simon & Schuster, 1994. – 464 p.
354. Nocera J. As Credit Crisis Spiralled, Alarm Led to Action / J. Nocera // The New York Times. – 2008. – Oct. 1.
355. Norris F. Market Watch; Is It Now Time For Gun Control On Wall Street? / F. Norris // The New York Times. – 1995. – March 5.
356. Norris F. Upper-Class Twits Made Me Do It / F. Norris // The New York Times. – 1996. – March 31.
357. Norris S. The Markets: Market Place; Blazing Hot and Highly Volatile / S. Norris. – The New York Times. – 1999. – November 4.
358. O'Harrow R. The Beautiful Machine / R. O'Harrow Jr., B. Dennis // Washington Post Staff Writers / 2008. – Dec. 29. – <http://www.washingtonpost.com>
359. OECD Gross domestic product: GDP, US \$, current prices, current PPPs, millions. – <http://www.stats.oecd.org>

360. Olegario R. IBM and the two Thomas J. Watsons / R. Olegario // *Creating Modern Capitalism. How Entrepreneurs, Companies and Countries Triumphed in Three Industrial Revolutions* / Ed. T. McCraw. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1995. – P. 350–293.
361. Oppel R. Soros Names Executive for Fund Family / R. Oppel // *The New York Times*. – 1999. – Aug. 11.
362. Pick F. Common Stocks Versus Gold, 1930–1962 / F. Pick. – N. Y.: Pick Pub. Corp., 1963 – 349 p.
363. Packard V. The status seekers: an exploration of class behavior in America and the hidden barriers that affect you, your community, your future / V. Packard. – N. Y.: David McKay, 1959. – 376 p.
364. Pagano M. The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad / M. Pagano, A. Roell, J. Zechner // *Journal of Finance*. – 2002. – Vol. 57, № 6. – P. 2651–2694.
365. Palley T. Financialization. The Economics of Finance Capital Domination / T. Palley. – N. Y.: Palgrave Macmillan, 2013. – 234 p.
366. Partnoy F. Prepare to Bury the Fatally Wounded Banks / F. Partnoy // *Financial Times*. – 2009. – Jan. 19.
367. Pavlat V. Globalni Financni Trhy / V. Pavlat. – Praha: Vysoka skola financni a spravni. 2013. – 2016 p.
368. Piketty T. Income Inequality in the United States, 1913–1998 / T. Piketty, E. Saez // *Quarterly Journal of Economics*. – 2003. – № 1 (118). – P. 1–39.
369. Phantom Menace // *The Economist*. – 2008. – 14 August.
370. Raddant M. Interconnectedness in the Global Financial Market / M. Raddant, D. Kennet. – Office of the Financial Research Working Paper. Sept. 27, 2016. – <http://www.financialresearch.gov>
371. Ray P. The Cultural Creatives: How 50 million people are changing the world / P. Ray, S. Anderson. – New York: Random House, 2001. – 384 p.
372. Raw C. Do you Sincerely Want to Be Rich?: The Full Story of Bernard Cornfeld and I.O.S. / C. Raw, B. Page, G. Hodgson. – N. Y.: Crown/Archetype, 2005. – 592 p.
373. Regan D. For the Record: From Wall Street to Washington / D. Regan. – N. Y.: Harcourt Brace, 1988. – 397 p.
374. Reid T. Wall Street legend Bernard Madoff arrested over \$50 billion Ponzi scheme / T. Reid // *The Sunday Times*. – 2008. Dec. 12. – <https://www.thetimes.co.uk>

375. Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act of 1994. – <https://www.fdic.gov>
376. Rifkin G. The Media Business. A Young Perspective on Management / G. Rifkin // The New York Times. – 1993. – 30 Aug.
377. Robards T. Healer: Stanching a Wall St. Crisis; Wall St. Healer / T. Robards // The New York Times. – 1971. – Jan. 24.
378. Roberts R. City State: A Contemporary History of the City of London and how Money Triumphed / R. Roberts, D. Kynaston. – L.: Profile, 2001. – 230 p.
379. Roberts R. The City: A Guide to London's Global Financial Centre / R. Roberts. – L.: John Wiley & Sons, 2004. – 376 p.
380. Roszak T. Where the Wasteland Ends: Politics and Transcendence in Postindustrial Society / T. Roszak. – N. Y.: Anchor Books, 1973. – 451 p.
381. Roubini N. Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance / N. Roubini, S. Mihm. – N. Y.: Penguin Books, 2011. – 359 p.
382. Roubini N. Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005–2006 / N. Roubini, B. Setser // Paper presented at the symposium of the Federal Reserve Bank of San Francisco and the University of California Berkeley, “Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?” – San Francisco, [February 4] 2005. – <http://www.docstoc.com>
383. Rule 415. – <https://www.sec.gov>
384. Quint M. Lessons in Drysdale’s Default / M. Quint // The New York Times. – 1982. – May 20.
385. Samuelson R. US Shouldn’t Fear Rise of China, India / R. Samuelson. – 2005. – YaleGlobal Online. – <http://www.yaleglobal.yale.edu>
386. Sandor R. Good Derivatives. A Story of Financial and Environmental Innovation / R. Sandor. – N. Y.: John Wiley & Sons, 2012. – 615 p.
387. Schwartz R. The Electronic Call Auction: Market Mechanism and Trading – Building a Better Stock Market / R. Schwartz. – Boston (MA): Springer US, 2001. – 462 p.
388. Secondary Mortgage Market Enhancement Act. – <http://www.congress.gov>.
389. Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA). Securities Industry and Financial Markets Global Addendum 2007. – <http://www.sifma.org>

390. Seligman J. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance* / J. Seligman. – Boston: Houghton Mifflin, 1982. – 701 p.
391. Siegel J. *The Stock Market Crash of 1987: A Macro-Finance Perspective* / J. Siegel. – White Center for Financial Research Working Papers. – 1988. – P. 24–88
392. *Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004.* – P. 9. – www.statistics.gov.uk.
393. *Shareownership Structure in Europe. 2004.* – Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. – <http://www.fese.eu>.
394. Shenon P. *2 Ex-Drysdale Officers Plead Guilty* / P. Shenon // *The New York Times*. – 1984. – Feb. 10.
395. Shiller R. *Why Did the Nikkei Crash? Expending the Scope of Expectations Data Collection* / R. Shiller, F. Kon-Ya, Y. Tsutsui // *The Review of Economics and Statistics*. – 1996. – Vol. 78, No. 1. – P. 156–164.
396. Skidelski R. *Keynes* / R. Skidelski. – Oxford: Oxford University Press, 1996. – 136 p.
397. Skidelski R. *John Maynard Keynes. Fighting for Freedom, 1937–1946* / R. Skidelski. Vol. 1–3. Vol. 3. – L.: Macmillan, 2000. – 580 p.
398. Skidelski R. *Keynes's Road to Bretton Woods. An Essay in Interpretation* / R. Skidelski // *International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy* / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – P. 125–151.
399. Scott I. *Government Securities Market* / I. Scott. – N. Y.: McGraw-Hill, 1965. – 239 p.
400. *Shareownership Structure in Europe. 2004.* – Federation of European Securities Exchanges, Nov., 2004. – <http://www.fese.eu>.
401. *Shareownership Survey. 2005.* – <http://www.2.tse.or.jp>
402. *Share Ownership: A report on the ownership of shares as at 31st December 2004.* – P. 9 – <http://www.statistics.gov.uk>
403. Shiller R. *Why Did the Nikkei Crach? Expending the Scope of Expectations Data Collection* / R. Shiller, F. Kon-Ya, Y. Tsutsui // *The Review of Economics and Statistics*. – 1996. – Vol. 78, No. 1. – P. 156–164.
404. Smith M. *A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley* / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2003. – 344 p.
405. Smrcka L. *The Great Global Crisis and Family Finances* / L. Smrcka. – Cambridgeshire: Melrose Books, 2013. – 587 p.

406. Sobel R. *Dangerous Dreamers: The Financial Innovators from Charles Merrill to Michael Milken* / R. Sobel. – N. Y.: Wiley, 1993. – 260 p.
407. Sobel A. *Domestic Choices, International Markets: Dismantling National Barriers and Liberalizing Securities Markets* / A. Sobel. – Ann Arbor (MI): University of Michigan Press, 1994. – 211 p.
408. Solomon R. *The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View* / R. Solomon. – N. Y.: Harpers and Row, 1977. – 381 p.
409. Solow R. *We'd Better Watch Out* / R. Solow // *New York Times Book Review*. – 1987. – 12 July. – P. 37.
410. Sorkin A. *Too Big to Fail. The Inside Story of How Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System – and Themselves* / A. R. Sorkin. – N. Y.: Penguin Books, 2010. – 618 p.
411. Spieser P. *Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses* / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
412. *Statistical Abstract of the United States*. 1991. – Washington: U. S. Bureau of Census, 1991. – 985 p.
413. *Statistical Abstract of the United States*. 2004–2005. – Washington: U. S. Government Printing Office, 2004. – 1006 p.
414. Steil B. *Building a Transatlantic Securities Market* / B. Steil. – Zurich: International Securities Market Association, 2002. – 68 p.
415. Stevenson A. *Michael Milken Returns to Wall Street for UJA-Federation Dinner* / A. Stevenson // *The New York Times*. – 2015. – 8 Dec.
416. Stiglitz J. *Implications of the New Fannie Mae and Freddie Mac Risk-Based Capital Standard* / J. Stiglitz, J. Orszag, P. Orszag // *Fannie Mae Papers*. – 2002. – Vol. 1, № 2. – P. 1–10.
417. Stiglitz J. *The Roaring Nineties. A New History of the World's Most Prosperous Decade* / J. Stiglitz. – N. Y.: Norton, 2003. – 378 p.
418. *Stock Exchange Fact Book 2003*. – P. 39–40, 42–43. – <http://www.2.tse.or.jp>
419. Stonham P. *Major Stock Markets of Europe* / P. Stonham. – L.: Gower, 1982. – 244 p.
420. Suskind R. *Without a Doubt. Faith, Certainty and the Presidency of George W. Bush* / R. Suskind // *New York Times Magazine*. – 2004. – № 51. – Oct. 17. – <http://www.nytimes.com>

421. Summe K. Lessons Learned From the Lehman Bankruptcy / K. Summe // Scott K. [ed.] Ending Government Bailouts as We Know Them. – Stanford: Hoover Press, 2013. – P. 59–108.
422. Taggart R. Junk Bond Market's Role in Financing Takeover / R. Taggart // Mergers and Acquisitions / Ed. A. Auerbach. – Chicago: University of Chicago Press, 1988. – P. 5–24.
423. Tamames R. La Crisis de la Deuda Soberana en la Eurozona: Espana, un Proyecto de Pais / R. Tamames. – Madrid: Turpial, 2012. – 259 p.
424. Tanner J. Bretton Woods and the European Neutrals, 1944–1973 / J. Tanner // International Financial History in the Twentieth Century. System and Anarchy / Ed. Flandreau M. – Cambridge: Cambridge University Press, 2003. – P. 153–167.
425. Tavakoli J. Collateralized Debt Obligations & Structured Finance. New Developments in Cash & Synthetic Securitization / J. Tavakoli. – L.: John Wiley & Sons, 2003. – 338 p.
426. Technology and the Regulation of Financial Markets, Securities, Futures and Banking / Ed. by A. Saunders, L. White. – Washington: Beard Books, 2003. – 193 p.
427. Thatcher M. The Downing Street Years / M. Thatcher. – N. Y.: Harper Collins, 1993. – 914 p.
428. The \$74 Trillion Global Economy in One Chart. – <http://www.visualcapitalist.com>
429. The Big Money in «Junk» Bonds // Forbes. – 1974. – April 1. – P. 26–27.
430. The British Government and the City of London in the Twentieth Century / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – 381 p.
431. The Economic Emergence of Modern Japan / Ed. K. Yamamura. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 369 p.
432. The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors / Ed. N. Battley. – L.: Irwin Professional Publications, 1997. – 1600 p.
433. The Incredible Shrinking Funds // The Economist. – 2008. – 25 October.
434. The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission of the of the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States – Washington: Official Government Edition, 2011. – 633 p.
435. The Pfandbrief. The Europe's biggest bond market. Facts and Figures. – Bonn: Association of German Mortgage Banks, 2002. – P. 9. – <http://www.pfandbrief.org>

436. The Politics of Enron: Four Committees in Search of a Scandal // The Economist. – 2002. – January 17.
437. The World Bank. Data Statistics. – <http://www.siteresources.worldbank.org>
438. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 1996. – <http://www.world-exchanges.org>
439. The World Federation of Exchanges Market Capitalization of Shares of Domestic Companies 2000. – <http://www.world-exchanges.org>
440. Truman H. Memoirs / H. Truman. – 3 vols. Vol. 2. Years of Trial and Hope. – N. Y.: Doubleday, 1956. – P. 45.
441. Tsukada H. Economic Globalization and the Citizens' Welfare State: Sweden, UK, Japan, US / H. Tsukada. – Burlington.: Ashgate, 2002. – 252 p.
442. Thurow L. Money Wars: Why Europe Will Own the 21st Century / L. Thurow // Washington Post. – 1992. – 19 Apr.
443. U. S. Census Bureau. – <http://www.census.gov>
444. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1965–1974. – <http://www.federalreserve.gov>
445. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1975–1984. – <http://www.federalreserve.gov>
446. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1985–1994. – <http://www.federalreserve.gov>
447. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 1995–2004. – <http://www.federalreserve.gov>
448. U. S. Federal Reserve. Flow of Funds Accounts of the United States Annual Flows and Outstanding, 2005–2008. – <http://www.federalreserve.gov>
449. US is no longer a full democracy, EIU warns. – <http://www.cnbc.com>
450. Utt R. Time to Reform Fannie Mae and Freddie Mac / R. Utt // Heritage Foundation. – 2005. – June 20.
451. Vartan V. Drysdale Securities out of Business / V. Vartan // The New York Times. – 1982. – June 16.

452. Vedder R. Out of Work. Unemployment and Government in Twentieth-Century America / R. Vedder, L. Gallaway. – N. Y.: New York University Press, 1997. – 389 p.
453. Vogel E. Japan as Number One: Lessons for America / E. Vogel. – Cambridge (MA): Harvard University Press, 1979. – 272 p.
454. Walter C. Red Capitalism. The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise / C. Walter, F. Howie. – Hoboken (NJ): Wiley, 2011. – 234 p.
455. Wallerstein I. The Decline of American Power: The U. S. in a Chaotic World / I. Wallerstein. – New York: New Press, 2001 – 320 p.
456. Weaver F. The United States and the Global Economy. From Bretton Woods to the Current Crisis / F. Weaver. – N. Y.: Rowman & Littlefield Publishers, 2011. – 173 p.
457. Weiner E. What Goes Up: The Uncensored History of Modern Wall Street as Told by the Bankers, Brokers, CEOs, and Scoundrels Who Made It Happen / E. Weiner. – N. Y.: Little, Brown, 2007. – 544 p.
458. Weiss G. The Man Who Made Too Much / G. Weiss // – 2009. – 23 Febr. – <https://www.cnbc.com>
459. Western D. Booms, Bubbles and Busts in US Stock Markets / D. Western. – L.: Routledge, 2004. – 237 p.
460. Williams W. Futures Tie Backed In Chicago; New York Link Voted / W. Williams // The New York Times. – 1981. – December 15.
461. Williamson P. The City of London and Government in Modern Britain: Debates and Politics / P. Williamson // The British Government and the City of London in the Twentieth Century / Ed. by R. Michie, P. Williamson. – Cambridge: Cambridge University Press, 2011. – P. 5–30.
462. White W. The Organization Man / W. White. – N. Y.: Simon and Schuster, 1956. – 429 p.
463. White W. The Coming Transformation of Continental European Banking? / W. White // BIS Working Papers. – 1998. – № 54. June. – P. 28. – <http://www.bis.org>
464. Wolf M. US House Solution is not a Good One to Follow / M. Wolf // Financial Times. – 2008. – Sept. 9.
465. Wood C. The Bubble Economy: Japan's Extraordinary Speculative Boom of the 80s and the Dramatic Bust of 90s / C. Wood. – Jakarta: Equinox Publishing, 2005. – 225 p.
466. World Federation of Exchange (WFE). Annual report and statistics 2008. – <http://www.world-exchanges.org>

467. Yavlinsky G. Realeconomik: The Hidden Cause of the Great Recession (And How to Avert the Next One). – New Haven & London: Yale University Press, 2011. – 166 p.
468. Zey M. Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts / M. Zey. – N. Y.: Aldine de Gruyter, 1993. – 306 p.
469. Zielinski R. Unequal Equities: Power and Risk in Japan's Stock Market / R. Zielinski, N. Holloway. – Tokyo: Kadansha International, 1991. – 246 p.
470. Zuckerman G. The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History / G. Zuckerman. – N. Y.: Crown Publishing Group, 2009. – 304 p.
471. Zuckerman L. Nostalgia Rules at Drexel Reunion / L. Zuckerman // The New York Times. – 1995. – 15 Feb.

Науково-популярне видання

Сергій МОШЕНСЬКИЙ

ХАОС І СИНЕРГІЯ
Фінансовий світ
постіндустріальної епохи

Відповідальна за випуск Анна Погребіцька
Керівник проекту Ігор Степурін

Підписано до друку 24.10.2025.
Формат 70х100/16. Папір офсетний. Друк офсетний.
Ум. друк. арк. 42,57.

ВИДАВЕЦЬ ТА ВИГОТОВЛЮВАЧ
ТОВ «Креативна агенція «Артіль»
просп. Георгія Нарбута, 3, оф. 37, м. Київ

Контактна інформація:
+380 (67) 5028092,
artelbooks@gmail.com, artelbook.com.ua

Свідоцтво про внесення
до Державного реєстру видавців
ДК № 7348 від 03.06.2022

